

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Под редакцией
доктора экономических наук, профессора,
академика РАН **Е.Ф. Жукова**

Третье издание,
переработанное и дополненное

*Рекомендовано Министерством образования
Российской Федерации в качестве **учебника**
для студентов высших учебных заведений,
обучающихся по экономическим специальностям*

*Рекомендовано Учебно-методическим центром
«Профессиональный учебник» в качестве **учебника**
для студентов высших учебных заведений, обучающихся
по специальности «Финансы и кредит»*



Москва • 2009

Рецензент:

доктор экономических наук, профессор *А.М. Тавасиев*
(зав. кафедрой управления банковской деятельностью
Государственного университета управления)

Главный редактор издательства *Н.Д. Эриашвили*,
кандидат юридических наук, доктор экономических наук, профессор,
лауреат премии Правительства РФ в области науки и техники

P95 **Рынок ценных бумаг: учебник для студентов вузов, обучающихся по экономическим специальностям / под ред. Е.Ф. Жукова. — 3-е изд., перераб. и доп. — М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2009. — 567 с.**

И. Жуков, Евгений Федорович, ред.

ISBN 978-5-238-01495-1

Агентство СІР РГБ

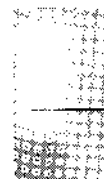
Третье издание учебника существенно переработано и актуализировано.

На **основе** множества конкретных фактических и статистических данных проводится анализ основных тенденций развития рынков ценных бумаг западных стран, России, стран Восточной Европы и СНГ. Рассматривается широкий круг вопросов, связанных с выпуском и обращением разных видов ценных бумаг, с организацией функционирования рынков ценных бумаг, а также с системой их государственного регулирования.

Для студентов, аспирантов и преподавателей экономических вузов, а также практических работников, занятых в сфере кредита, финансов и ценных бумаг.

ББК 65.262.2(0)я73-1

ISBN 978-5-238-01495-1 © **ИЗДАТЕЛЬСТВО ЮНИТИ-ДАНА**, 2002, 2006, 2009
Принадлежит исключительное право на использование и распространение издания.
Воспроизведение всей книги или любой ее части любыми средствами или в какой-либо форме, в том числе в Интернет-сети, **запрещается** без письменного разрешения издательства.
© Оформление «ЮНИТИ-ДАНА», 2009



От авторов

Третье издание учебника подготовлено в соответствии с программой курса «Рынок ценных бумаг», который преподается студентам, обучающимся по специальностям «Финансы и кредит» и «**Бухгалтерский** учет, анализ и аудит», и Государственным стандартом высшего профессионального образования.

В конце 1990-х и начале 2000-х годов произошли крупные финансово-экономические потрясения международного масштаба: Азиатский финансовый кризис (октябрь 1997 г.) и дефолт в России (август 1998 г.), и наиболее остро они проявились на рынках ценных бумаг разных стран. Важные изменения произошли и в самой структуре рынков ценных бумаг ряда западных стран (образование совместных фондовых бирж, колебания курсов акций, переполнение рынков производными финансовыми инструментами, создание электронных рынков ценных бумаг). Рынок ценных бумаг — важный **источник** финансирования экономики как на макро-, так и микро-**уровне** стран, применяющих эффективный рыночный механизм. Учебная литература по этой проблематике в основном **носит** информационный характер и не отражает происшедших изменений.

Третье издание учебника не только содержит большой объем информационного материала, но и дает глубокий экономический анализ важных процессов, происходящих на рынках ценных бумаг ведущих западных стран и России.

Авторы выражают свою точку зрения на современные проблемы развития фондовых рынков, включая некоторые дискуссионные вопросы. На основе конкретных фактических и статистических данных в книге рассматриваются основные тенденции развития рынков ценных бумаг ведущих западных стран, в том числе их эволюция, структурные изменения, процессы интернационализации.

Особое место занимают вопросы формирования и развития рынка ценных бумаг в России и ряде стран Восточной Европы и СНГ, ставшие актуальными в начале 1990-х годов и развивающиеся в последующие **годы**.

В книге развиты положения, содержащиеся в учебных пособиях коллектива кафедры (Рынок ценных бумаг. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2002; Жуков Е.Ф. Ценные бумаги и фондовые рынки. М.: ЮНИТИ, 1995; Литвиненко Л.Т., Нишатов Н.П., Удалищев Д.П. Государственные ценные бумаги в РФ. М.: ЮНИТИ, 1996 (1-е изд.), 1999 (2-е изд.); Жуков Е.Ф. Инвестиционные институты. М.: ЮНИТИ, 1999). В учебнике использованы материалы, приведенные в работах как отечественных, так и зарубежных авторов, законодательно-правовые нормы по ценным бумагам западных стран и России, информация, опубликованная в периодической печати США, ФРГ, Франции и России.

Большое внимание уделяется мировому опыту функционирования фондовых рынков и их составных элементов как важного источника финансирования современных экономик в западных странах и в России. Особое внимание уделено деятельности первичного, вторичного (фондового), а также уличного рынков, на которых в 1990—2000-х годах произошли важные эволюционные изменения.

Авторы учебника

Е.Ф. Жуков, д-р экон. наук, профессор, акад. РАЕН — гл. 1, 4, 6—8, 10, 16;

Н.Д. Эриашвили, канд. юрид. наук, д-р экон. наук, профессор — гл. 24;

А.Б. Басс, канд. экон. наук, доцент — гл. 3, 14, п. 22.7, 22.8;

Л.Т. Литвиненко, канд. экон. наук, профессор — гл. 2, 5;

О.М. Маркова, канд. экон. наук, доцент — гл. 21;

Н.Н. Мартыненко, канд. экон. наук, доцент — гл. 15, п. 22.5;

Н.П. Нишатов, канд. экон. наук, доцент — гл. 11, 13, 18, 19, п. 22.1—22.4, 22.6, 22.9, 23.5, глоссарий;

А.В. Печникова, канд. экон. наук, профессор — гл. 20;

В.Н. Сидоров, канд. экон. наук, профессор — п. 23.1—23.4;

Е.Б. Стародубцева, канд. экон. наук, профессор — гл. 12;

Д.П. Удалищев, канд. экон. наук, доцент — гл. 17;

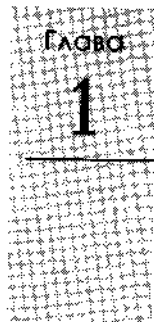
О.В. Яблонская, канд. экон. наук, ст. преподаватель — гл. 9.

Раздел

I

Рынок ценных бумаг: сущность, структура, организация

- Глава 1. Рынок ценных бумаг
как дополнительный источник
финансирования экономики
- Глава 2. Виды ценных бумаг
- G Глава 3. Операции с производными ценными
бумагами на срочном рынке
- Глава 4. Структура современного рынка
ценных бумаг
- Глава 5. Механизм принятия решений
на рынке ценных бумаг
- Глава 6. Система государственного
регулирования рынка ценных бумаг



Рынок ценных бумаг как дополнительный источник финансирования экономики

1.1. Общие аспекты самофинансирования

Для эффективного функционирования хозяйственных субъектов (корпораций, компаний и предприятий), действующих в рамках рыночной экономики, необходимо установление оптимальных структурных пропорций инвестиций из разных источников финансирования. Соотношение внутренних и внешних источников финансирования обеспечивает осуществление текущих и капитальных затрат, необходимый уровень рентабельности, устойчивость финансового положения компании или предприятия в процессе их деятельности. Благодаря оптимизации соотношения источников финансирования достигаются повышение платежеспособности предприятия, ускоренное обновление основного капитала, реализация новых технологических программ.

Понятие «самофинансирование» сложилось в довоенный период, и наиболее широко в **промышленно** развитых странах его стали использовать после Второй мировой войны.

Под термином «самофинансирование» (**англ. selffinancing**), пришедшим к нам из США и **Англии**, подразумевается увеличение доли двух внутренних источников финансирования: амортизационных отчислений и нераспределенной прибыли для всех предприятий (business unity), крупных и мелких.

Самофинансирование включает финансирование капиталовложений в основной капитал, общее финансирование корпораций за счет собственных источников.

Таким образом, самофинансирование означает широкое использование внутренних источников (амортизационных отчислений и прибыли).

Самофинансирование — это финансовое обеспечение производственно-хозяйственной **деятельности** за счет собственных источников.

Самофинансирование характеризуется рядом особенностей.

1. Особенность взаимоотношений самофинансирования и кредита заключается в том, что в условиях цикла соотношение между внутренними источниками и привлеченными средствами, как правило, меняется.

В периоды экономического подъема доля самофинансирования снижается, а доля кредита и эмиссия ценных бумаг возрастают. На стадии экономического подъема соотношение между внутренними и привлеченными источниками обычно составляет 70/30%.

В условиях депрессии, спада доля кредита и ценных бумаг из-за высокого процента снижается до 10% и ниже, а доля самофинансирования возрастает до **80—90%**.

2. Особенность самофинансирования в условиях капитализма состоит в том, что в определенных нестандартных конъюнктурных обстоятельствах может происходить резкое изменение соотношения внутренних и привлеченных источников финансирования. Примером тому может служить стагфляция (сочетание инфляции и **спада**), происшедшая в США в **1970—1980-е** годы. В условиях низкой платежеспособности корпораций (предприятий) происходит самое сильное снижение объемов самофинансирования, т.е. амортизационных отчислений и прибыли, и резкое увеличение привлеченных источников, т.е. кредита и эмиссии ценных бумаг (в отдельные годы доля привлеченных источников в США достигала **70—80%**).

3. Уровень самофинансирования различается по отраслевым разрезам. Наиболее высокая доля самофинансирования в обрабатывающей промышленности, а самая низкая — у предприятий добывающей промышленности, коммунального обслуживания, транспорта и связи. В то же время в этих отраслях тенденции к росту самофинансирования выражены особенно сильно.

4. Процесс самофинансирования в определенной степени дифференцирован по странам.

В послевоенный период рост отмечался в основном в США, Канаде, ФРГ. Во Франции и Англии, странах с относительно высоким уровнем государственного сектора, наблюдалось сочетание самофинансирования и кредита, эмиссии ценных бумаг и бюджетного субсидирования. В Японии высокий уровень кредитных источников и ценных бумаг обусловлен высокой нормой денежных накоплений.

5. Соотношения (баланс) прибыли и амортизации динамично меняются под воздействием колебаний конъюнктуры.

6. Рост самофинансирования происходит на фоне низких темпов роста капиталовложений и обусловлен уменьшением капиталоемкости производства, т.е. капитала (прежде всего, основного), необходимого для выпуска единицы продукции и для увеличения объема продукции на единицу.

Уровень капиталоемкости зависит от технического прогресса и обуславливается рядом конкретных технико-экономических показателей производства. Уменьшение капитала, необходимого для расширения производства, понижает потребность в привлеченном денежном капитале и позволяет в большей мере финансировать капиталовложения за счет внутренних источников.

7. Рост самофинансирования или сам процесс самофинансирования наталкивается на ряд противодействующих факторов, которые могут ограничивать его определенными рамками:

- ограниченные размеры нераспределенной прибыли;
- использование прибыли для накопления денежного капитала (счета в банках, государственные бумаги, акции);
- неравномерное развитие отраслей, неизбежно большие потребности в привлеченном капитале в условиях быстрого роста отраслей (электронная промышленность и другие отрасли, способствующие ускорению научно-технического прогресса, строительство магистральных газо- и нефтепроводов), когда собственных внутренних источников недостаточно, и поэтому широко привлекаются кредиты, особенно эмиссия ценных бумаг (в основном облигаций).

8. Провалы и банкротства крупных фирм вынуждают временно привлекать бюджетные средства.

9. Льготная налоговая политика позволяет компаниям и корпорациям в западных странах накапливать большие объемы прибыли и уменьшать привлеченные средства в виде кредитов и эмиссии ценных бумаг.

1.2. Самофинансирование на микроуровне: сущность и принципы

Компании или предприятия для осуществления своей производственной деятельности должны располагать определенными денежными средствами, или денежным капиталом, главным образом формируемым за счет прибыли и амортизационных отчислений. Первоначально при создании хозяйствующих субъектов источником приобретения производственных фондов, нематериальных активов, оборотных средств служит уставный капитал, за счет средств которого обеспечиваются необходимые условия для осуществления предпринимательской деятельности. Затем в процессе производства продукции, работ и оказания услуг создается новая стоимость, которая определяется ценой произведенной продукции, работ и услуг. После реализации готовой продукции (работ, услуг) появляется выручка, которая и поступает на расчетный счет предприятия.

В процессе кругооборота капитала высвобождается денежный капитал, образующийся в результате реализации и воплощающий в себе перенесенную и вновь созданную стоимость. *Валовую выручку* предприятия составляют три основных элемента: оборотный капитал, перенесенная на продукцию (работы и услуги) часть стоимости основного капитала (в виде амортизационных отчислений) и прибыль предприятия.

В процессе полного цикла одного оборота капитал проходит три стадии:

1) капитал в денежной форме авансируется в конкретные факторы производства (средства труда, предметы труда), преобразуясь в производственную форму;

2) в процессе изготовления продукции производственный капитал постепенно преобразуется в товарную форму;

3) по мере реализации произведенных товаров и услуг производственный капитал превращается в денежный.

Последовательно проходя все стадии и поэтому изменяя формы своего использования, капитал непосредственно функционирует как в сфере производства, так и в сфере обращения.

В процессе оборота разные виды производственного капитала функционируют по-разному. Одна часть производственного капитала в форме средств труда функционирует на протяжении продолжительного периода — это *основной капитал*; другая его часть используется в процессе производства однократно — *оборотный капитал*. В процессе производства основной капитал постепенно, по частям, в меру своего износа переносит свою стоимость на производимую продукцию (товары, услуги), трансформируясь в определенную часть товарного капитала. Этот процесс осуществляется в течение многих производственных циклов и продолжается до полного износа отдельных видов средств труда, в которые авансирован основной капитал.

Оборотный капитал не может служить источником накопления и финансирования для расширения производства, так как в короткий срок он должен быть превращен в производственный путем приобретения определенного количества труда и материальных элементов для обеспечения непрерывности производственного процесса.

Один из источников самофинансирования предприятия — его *прибыль*. При акционерной форме собственности прибыль предприятия после вычета налогов в бюджет распадается на прибыль акционеров в виде дивидендов и нераспределенную прибыль, остающуюся в распоряжении предприятия.

В некоторых случаях часть дивидендов, выплачиваемая акционерам, по решению самих акционеров может направляться на инве-

СТИЦИИ, т.е. служить источником финансирования предприятия, но только через рынок ссудного капитала.

Другим источником самофинансирования предприятия служат *амортизационные отчисления*, выражающие стоимость изнашиваемого основного капитала в процессе производства. Для осуществления непрерывного процесса производства в долгосрочном периоде предприятие должно осуществлять инвестиции в основной капитал в размере амортизационных отчислений. Обновление основного капитала может происходить в виде как простого, так и расширенного воспроизводства, на новой технической и технологической основе, что служит объективной предпосылкой повышения производительности труда. Продолжительный срок использования основного капитала способствует накоплению амортизационных отчислений, которые служат важным источником денежного капитала, используемого для финансирования капиталовложений.

Государственное регулирование накопления денежного капитала на уровне компаний и предприятий, а следовательно, регулирование самофинансирования предприятий осуществляется посредством налоговой политики. Как часть финансовой политики государства налоговая политика связана с комплексом антикризисных, антиинфляционных мероприятий правительства. Налоговая система используется не только как источник получения доходов для государственных и местных бюджетов, но служит важнейшим инструментом государственного регулирования экономики, включая накопление денежного капитала у корпораций.

Государственное регулирование накопления денежного капитала ведется по трем основным направлениям: амортизационной политики, налоговой политики и политики субсидий, субвенций, кредитов и дотаций. Значение какого-либо одного направления переоценивать нельзя, так как **все** они служат формированию дохода предприятия или компании. Однако три источника формирования денежного капитала находятся на различных уровнях ответственности: амортизационным фондом распоряжается администрация предприятия, прибылью — акционеры, а налогами в виде субсидий, дотаций, льгот (налоговых кредитов) — государство.

Амортизация определяется установленными сроками службы оборудования, которое физически и морально устаревает. Поэтому предприятие стремится к оптимальности сроков его списания. **Стремление** к более быстрому списанию оборудования, чтобы учесть его моральный износ, вызывает повышение цен на готовую продукцию за счет увеличения амортизационных отчислений и понижает уровень конкуренции предприятия на рынке. Несмотря на это, на современном этапе развития рынка обозначилась тенденция к ускоренной амортизации. Противоречие между быстрым списанием оборудо-

ования и повышением цен на готовую продукцию нивелируется научно-техническим прогрессом, амортизационной политикой государства, господством монополий на рынках, а также налоговыми изъятиями из прибыли. Более того, в последнее время роль амортизационных отчислений как источника финансирования возросла, так как они в отличие от прибыли не облагаются налогом. Быстрое списание позволяет увеличить амортизацию и уменьшить прибыль, а значит, и налоги, способствуя росту денежного капитала предприятия.

Прибыль служит весомым источником самофинансирования, особенно в период нормального функционирования экономики, когда прирост **ВВП** достигает **3—4%** в год. Государственное регулирование использования прибыли заключается в определении суммы налога на прибыль и тем самым размера части прибыли, остающейся предприятию для финансирования инвестиций. Роль налога на прибыль в развитии компаний можно проследить на примере США, Японии и других западных стран, где налог на прибыль в начале 1980-х годов был снижен почти в 2 раза, что привело к увеличению доходов корпораций, расширению инвестиций и в конечном итоге — к абсолютному росту отчислений от прибыли в бюджет. Политику снижения налогов на прибыль использовали все страны Западной Европы, США и Япония. Государственное регулирование прибыли посредством налога на прибыль есть не прямое воздействие на уровень вложения предприятий в инвестиции, так как чистая прибыль после налогообложения может быть направлена предприятием просто на накопление денежного капитала. В последнее время государственное регулирование пошло по пути прямого управления инвестициями за счет вывода из-под налогообложения части прибыли, направляемой в инвестиции.

Государственное регулирование третьего источника инвестиций — *налогового* — осуществляется через бюджеты различных уровней, а в последнее время через новую форму — налоговый кредит. В Западной Европе государство активно принимало участие в формировании инвестиционных фондов корпораций с помощью таких инструментов, как покупка акций (до контрольного пакета или **полностью**), постоянные дотации из бюджета с целью удержать **предприятия** от банкротства. В первую очередь это относится к добывающим (особенно в Англии), обрабатывающим отраслям, крупному **машиностроению**, в частности автомобилестроению (Франция, США). Однако крупные корпорации не заинтересованы в государственной **поддержке**, так как это приводит к подрыву престижа и снижению **котиро**вок их акций на фондовых биржах.

Согласно западной модели оптимальная структура источников финансирования предприятия складывается в условиях нормального экономического роста, когда предприятия финансируются более или менее равномерно.

1.3. Самофинансирование и рынок ценных бумаг на макроуровне

Увеличение накопления денежного капитала обусловило развитие рынка ссудных капиталов, представляющего собой сферу перемещения ссудного капитала под влиянием спроса и предложения на него. Денежный капитал, высвобождающийся в процессе производства, через рынок направляется туда в виде ссудного капитала, а затем вновь возвращается к кредитору. Рынок ссудного капитала способствует росту производства и товарооборота, движению капиталов внутри страны, трансформации денежных сбережений в капиталовложения, научно-техническому прогрессу, обновлению основного капитала. Одна из основных функций ссудного капитала — аккумуляция денежных средств предприятий, населения, государства и трансформация их в ссудный капитал путем вложения в инвестиции.

Структура рынка ссудного капитала складывается главным образом из двух основных элементов: кредитно-финансовых институтов и рынка ценных бумаг.

Кредитно-финансовые институты аккумулируют денежный капитал, накапливаемый населением, предприятиями и государством, и используют его для предоставления ссуд и приобретения ценных бумаг.

В настоящее время в финансировании экономики участвуют три рынка ценных бумаг: внебиржевой, фондовый (биржевой) и уличный. *Внебиржевой* рынок обращения ценных бумаг представляет собой важный элемент кредитно-финансовой надстройки, так как охватывает новые выпуски ценных бумаг и осуществляет в основном финансирование воспроизводственного процесса. *Фондовый* рынок ценных бумаг занимается обращением старых выпусков ценных бумаг; одновременно происходит перераспределение контроля над предприятиями. Через биржу также осуществляется частичное финансирование предприятий. В последнее время в подобном финансировании активно участвует и *уличный* рынок.

Процесс обновления основного капитала обусловил огромные потребности в выпуске новых эмиссий ценных бумаг (облигаций и акций). Эти методы нашли широкое применение в США, Канаде, Великобритании, ФРГ, Японии и ряде других стран.

Основным видом ценных бумаг, используемых на внебиржевом рынке, являются облигации, хотя также осуществляется и продажа акций. Функции посредников на внебиржевом рынке выполняют инвестиционные банки, банкирские дома и специализированные брокерские и дилерские фирмы.

Рынок ценных бумаг служит дополнительным источником финансирования экономики. К субъектам рынка относятся частные

предприятия, государство и индивидуальные лица, деятельность которых формирует курс ценных бумаг и его колебание в зависимости от рыночной конъюнктуры, т.е. усиление спроса повышает курс и снижает предложение, и наоборот, превышение предложением спроса понижает курс.

Функционирование рынка ценных бумаг реализуется через движение ценных бумаг, т.е. фиктивного капитала. Инвестор представляет полученный им ссудный капитал как претензию на доход, что обеспечивается возможностью превращения его в форму денежного капитала путем реализации ценных бумаг. Таким образом, кругооборот капитала завершается преобразованием фиктивного капитала в денежный через фондовый рынок.

Акционерная форма инвестирования требует дохода не ниже средней нормы ссудного процента, что позволяет использовать ее независимо от производителя, выпустившего акции, так как акционеру предоставляется возможность в любое время мобилизовать фиктивный капитал в деньги.

В современных условиях возрастает роль рынка ценных бумаг в аккумуляции денежного капитала и сбережений, т.е. рынок ценных бумаг становится дополнительным источником финансирования экономики. Рынок ценных бумаг функционально входит в рынок ссудных капиталов и тесно с ним увязан. Кроме того, замедление/ускорение операций на рынке ценных бумаг существенно сказывается на движении ссудного капитала, его структуре и функционировании. Данные по соотношению источников финансирования экономики приведены в табл. 1.1.

Таблица 1.1. Соотношение источников финансирования экономики

Источники финансирования	Нормальный экономический рост	Экономический спад, кризис	Экономический бум, подъем	Стагфляция
Внутренние	70	80	60	50
нераспределенная прибыль	40	30	35	20
амортизация	30	50	25	30
Привлеченные	30	20	40	50
банковский кредит	10	5	10	15
эмиссия ценных бумаг	20	15	30	35
акции	5	5	10	10
корпоративные облигации	15	15	20	25
Итого	100	100	100	100

В условиях изменения экономической конъюнктуры меняется баланс между внутренними и привлеченными источниками финансирования. И при всех колебаниях конъюнктуры предприятия не могут обойтись без эмиссии ценных бумаг, где, как правило, преобладают облигации.

Один из наиболее важных способов инвестирования производителей через рынок ценных бумаг — выпуск корпоративных облигаций, которые привлекают капитал на период от 5 лет. Особенность кредитования с помощью облигаций заключается в большей их устойчивости по сравнению с другими ценными бумагами, в меньшей зависимости от конъюнктуры рынка, определяется разницей в процентах между доходностью государственных облигаций и облигаций корпораций, что связано с риском неплатежеспособности, в большей их надежности.

Соотношение между внутренними и привлеченными средствами может изменяться не только по конъюнктурным соображениям. Так, в странах с государственной и смешанной формами собственности наряду с указанными источниками финансирования существует также *бюджетное финансирование*. Кроме того, бюджетный источник может возникать тогда, когда платежеспособность предприятий, обремененных долгами, ухудшается. В этих случаях в западных странах государство оказывает им временную помощь из бюджета. При этом само предприятие стремится как можно быстрее ликвидировать финансовые трудности, которые снижают его имидж на рынке. Так, в 1980-х годах из федерального бюджета США была оказана помощь автомобильной корпорации Chrysler. Аналогичная практика широко используется в Западной Европе и Японии. Но при этом всегда происходит эмиссия ценных бумаг.

Другая важная особенность соотношения между средствами, полученными из внутренних источников финансирования и позаймствованными на рынке ценных бумаг, — отраслевой подход. Так, в обрабатывающих отраслях преобладают внутренние источники (70—80%), а в добывающей промышленности — привлеченные (70—80%), причем 50—60% из них приходится на эмиссию ценных бумаг (в основном облигаций), что также подтверждает большую роль рынка ценных бумаг в финансировании реального сектора экономики.

Виды ценных бумаг

2.1. Классификация ценных бумаг

Рынок ценных бумаг — часть финансового рынка, и он играет большую роль в современной экономике. Наличие разных форм собственности, акционерных обществ, возможность привлекать необходимые средства путем выпуска ценных бумаг обусловили создание механизма перераспределения денежных накоплений через рынок ценных бумаг, способствующий мобилизации денежных ресурсов на макро- и микроуровнях. Кроме того, именно через эмиссию ценных бумаг осуществляется объединение денежных средств для покрытия текущего и накопленного дефицитов государственного и муниципальных бюджетов.

Вместе с тем не существует единого подхода к понятию «ценные бумаги» ни в зарубежной литературе, ни в отечественной. Это связано не только с их многообразием, но и с тем, кто дает определение — юристы или экономисты.

В частности, в Гражданском кодексе РФ к ценным бумагам отнесены облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция, приватизационные ценные бумаги и другие документы, которые законами о ценных бумагах или в установленном порядке отнесены к числу ценных бумаг.

Однако в ФЗ «О рынке ценных бумаг» дано следующее определение ценной бумаги: эмиссионная ценная бумага — любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками:

- закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных настоящим Федеральным законом формы и порядка;

- размещается выпусками, имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

Как видно, в это определение внесено понятие «эмиссионная ценная бумага». Кроме того, это определение практически соответствует определению, данному в американском законодательстве. Согласно Единообразному торговому кодексу США, securities — это ценные бумаги, выпускаемые сериями для привлечения денежного капитала, т.е. акции, облигации, долговые обязательства государства и производные от них инструменты (классические опционы, варранты, подписные права и т.п.).

Последние определения в отличие от определения ценной бумаги, содержащегося в Гражданском кодексе, наиболее полно соответствуют сути ценных бумаг, образующих фондовый рынок.

Виды ценных бумаг в мире чрезвычайно разнообразны, и их принято подразделять на группы по тому или иному признаку. **Ценные** бумаги классифицируют по эмитентам, времени обращения, способу выплаты дохода, экономической природе, уровню риска, территориям и др.

Основными эмитентами ценных бумаг являются частный сектор, государство и иностранные **субъекты**; поэтому по *эмитентам* ценные бумаги делятся на частные, государственные и международные, которые в свою очередь делятся на подгруппы.

Частные ценные бумаги выпускают нефинансовые корпорации и кредитно-финансовые институты (банки, страховые и инвестиционные компании и др.).

Государственные ценные бумаги эмитируются как центральным правительством, так и местными органами власти.

Международные ценные бумаги различаются по эмитентам, валюте, срокам обращения и др.

Эмитентом ценных бумаг может быть юридическое лицо, или органы исполнительной власти, или органы местного самоуправления, несущие от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению закрепленных ими прав.

В зависимости от перехода прав на них и их осуществления ценные бумаги делятся на именные и на предъявителя. *Именные* эмиссионные ценные бумаги выписываются на определенного владельца, информация о котором должна быть доступна эмитенту в форме реестра владельцев ценных бумаг. Переход прав на именные ценные бумаги и осуществление закрепленных ими прав требуют обязательной идентификации владельца.

Эмиссионные ценные бумаги *на предъявителя* не требуют для выполнения прав идентификации владельца, и права, удостоверенные этой ценной бумагой, передаются другому лицу путем простого вручения.

Различают документарные и бездокументарные ценные бумаги. В настоящее время ценные бумаги в основном существуют в виде записей на счетах, которые ведутся на магнитных и других носителях информации. При совершении сделки с такими ценными бумагами (их покупке) владельцу выдается сертификат, удостоверяющий право собственности на приобретенную ценную бумагу.

С учетом того, что права владельцев ценных бумаг при совершении операций и порядок подтверждения этих прав бывают различны, существуют ценные бумаги долевые, долговые и производные.

Можно выделить также классические производные ценные бумаги и финансовые инструменты (рис. 2.1).

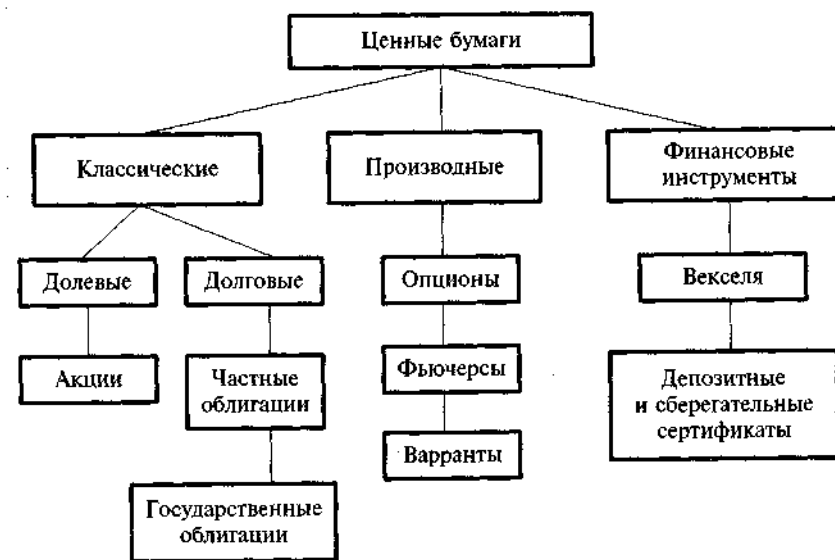


Рис. 2.1. Классификация ценных бумаг

Акция — это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным

обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации. Виды акций достаточно разнообразны и различаются в зависимости от эмитента, способа реализации прав акционеров, инвестиционных качеств и других признаков (рис. 2.2).

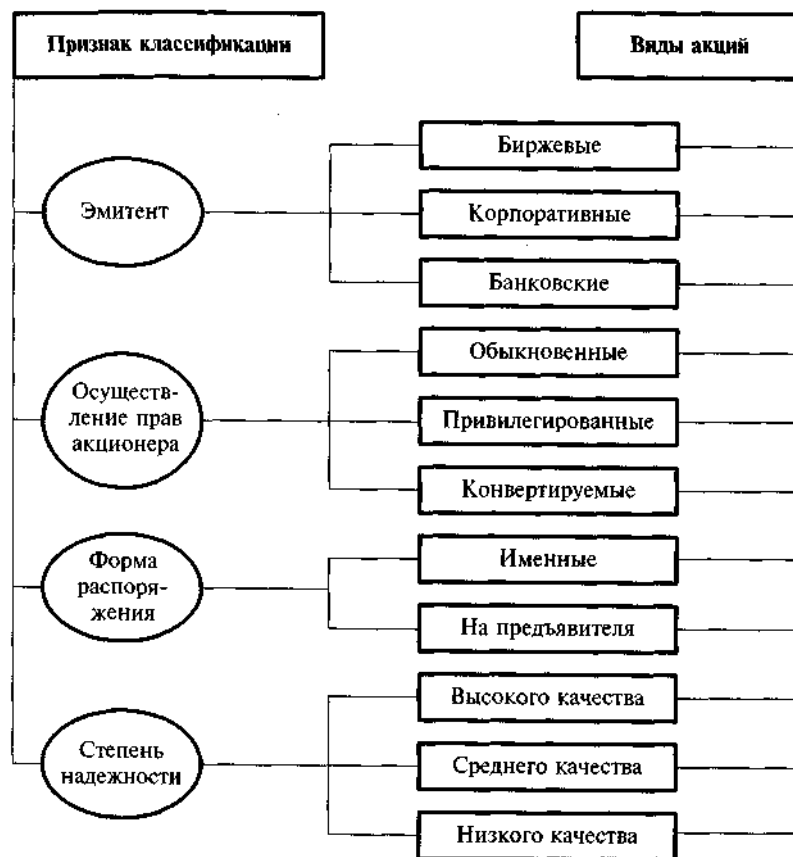


Рис. 2.2. Виды акций

Облигация — это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее держателя на получение от эмитента облигации в предусмотренный в облигации срок номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента этой стоимости или иного имущественного эквивалента.

Облигации различаются по эмитентам, целям выпуска, срокам займа, способам регистрации и формам выплаты дохода (рис. 2.3).

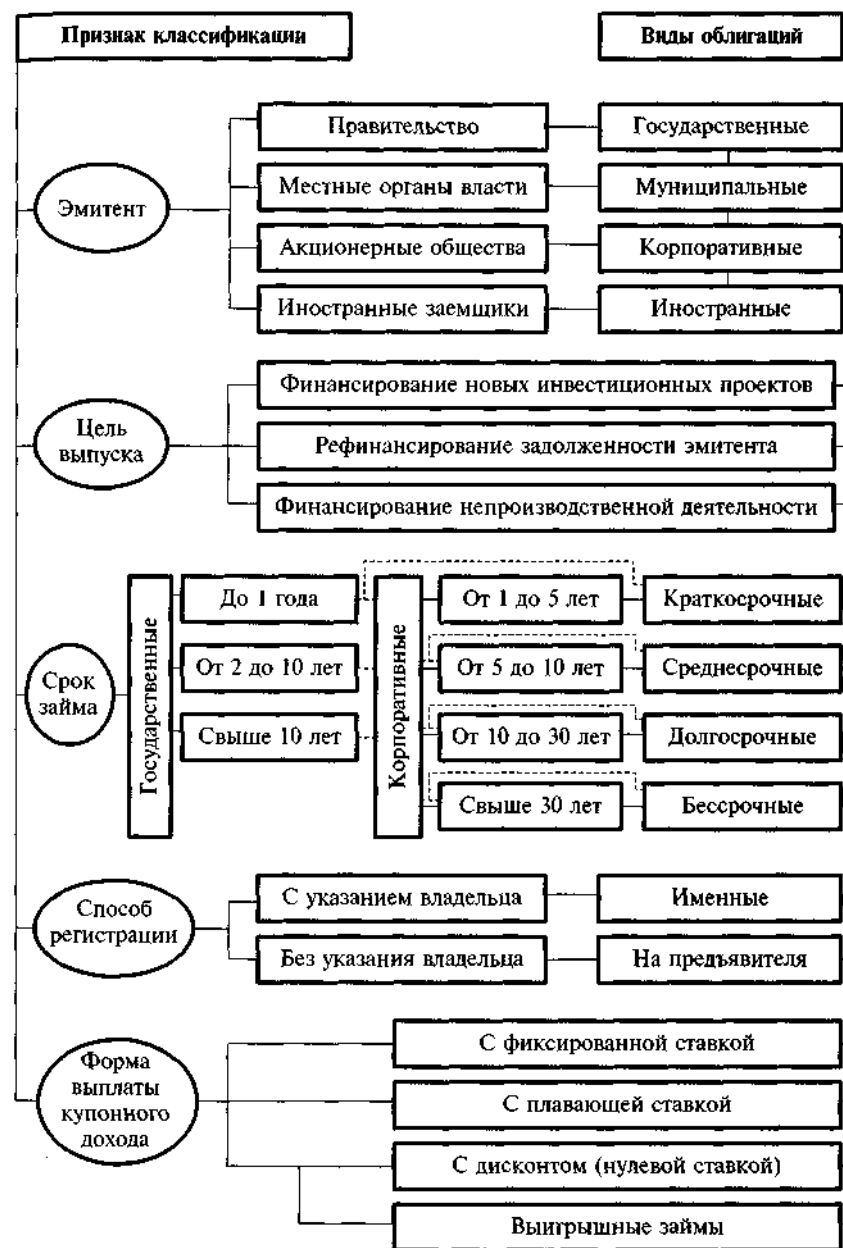


Рис. 2.3. Классификация облигаций

2.2. Корпоративные ценные бумаги

Корпоративные ценные бумаги (акции и облигации) выпускаются корпорациями, компаниями и предприятиями (юридическими лицами) — как правило, акционерными обществами.

Акции. Первые акционерные общества появились в XVII в., однако активное их развитие приходится на вторую половину XIX в. Создание акционерных обществ привело к выпуску акций, используемых при формировании акционерного капитала, который может быть расширен путем увеличения номинальной стоимости акций или размещения дополнительных акций.

Выпуск акций называется *эмиссией*, а акционерное общество, выпустившее их, — *эмитентом*. Покупатели, которые осуществляют вложения в акции с целью получить доход, называются *инвесторами*.

Акция — это *свидетельство о внесении пая в капитал акционерного общества, дающее право на получение дохода и формальное участие в управлении предприятием*.

Акция бессрочна, поскольку она, как правило, не выкупается акционерным обществом (хотя при определенных обстоятельствах это и происходит). Поскольку акции свидетельствуют об участии в капитале акционерного общества, акционеры отвечают по обязательствам этого общества только в размере суммы, вложенной в его акции. Вместе с тем при банкротстве акционерного общества ничто не гарантирует акционерам возврата инвестированных ими в акции средств.

В зависимости от инвестиционных целей и сложившейся в разных странах практики акционерного дела выработано множество разновидностей акций, но все они обладают потребительной, номинальной, эмиссионной и курсовой (рыночной) стоимостью, обратимостью и ликвидностью.

Потребительная стоимость акции заключается в ее способности приносить доход в виде дивиденда и в результате роста курсовой стоимости.

Номинальная (или установленная) **стоимость** формируется эмитентом при выпуске акций.

Эмиссионная стоимость — стоимость размещения акции на первичном рынке; чаще всего она не совпадает с номинальной, поскольку процесс размещения акций эмитентами осуществляется, как правило, через посредников (инвестиционные и коммерческие банки, брокерские компании), которые скупают акции у эмитента, а затем реализуют их среди инвесторов.

Рыночная стоимость — цена акции на вторичном рынке ценных бумаг.

Акции крупных процветающих компаний пользуются спросом, и инвесторы приобретают их по цене, которую запрашивает продавец. Компании, финансовое состояние которых нестабильно, могут снизить цену на свои акции.

Существуют разные критерии оценки стоимости акций. Однако инвесторов в первую очередь интересуют перспективы получения прибыли, потенциальные дивиденды и финансовое состояние компании. В США для оценки доходности акций используют коэффициент «цена/прибыль» и норму дивидендного дохода.

Коэффициент «цена/прибыль» (Ц/П) определяет соотношение между ценой на акцию и прибылью компании в расчете на одну акцию. Его рассчитывают путем деления цены акции на сумму прибыли на нее.

Норма дивидендного дохода акции, или *ее доходность*, выражает годовую отдачу (%), которую приносит дивиденд инвестору. Этот показатель рассчитывается делением годовой суммы денежного дивиденда, приходящегося на одну акцию, на ее цену. Как показывает практика, высокие коэффициенты Ц/П и норма дивидендного дохода свидетельствуют о повышенном риске для инвестора. Инвестору следует знать, какая часть прибыли выплачивается акционерам в виде дивиденда, какая реинвестируется в предприятие в целях его расширения и можно ли ожидать повышения или снижения нормы дивидендного дохода.

Бухгалтерская стоимость акции зависит от числа выпущенных акций и реального накопления капитала: по итогам года суммируется номинальная стоимость акций, резервный капитал и нераспределенная прибыль; полученный в результате собственный капитал делится на число акций.

Обратимость акции — это возможность для владельца акции в любой момент реализовать ее, т.е. превратить в деньги. Такая возможность во многом определяется ликвидностью рынка ценных бумаг, на котором акции служат объектом купли-продажи. Чем лучше организован рынок, чем надежнее акции, тем выше ликвидность, т.е. скорость превращения акций в деньги без потерь. Акционерные общества **промышленно** развитых стран проводят эмиссию и размещение акций на первичном рынке преимущественно при помощи инвестиционных и коммерческих банков, банкирских домов и брокерских фирм. На фондовых биржах (вторичном рынке ценных бумаг) и уличном рынке идет размещение акций в основном при посредничестве брокерских компаний или индивидуальных брокеров.

В промышленно развитых странах акции классифицируют по форме собственности, доходности, праву голоса.

По форме собственности акции делятся на именные и предъявительские. Именные акции выписываются на конкретного **владельца**.

ца, что ограничивает возможности их обращения на рынке ценных бумаг требованием перерегистрации. Кроме того, передача именной акции другому лицу возможна только с согласия правления акционерного общества. Это ограничивает ликвидность именных акций.

Акция на предъявителя означает, что имя владельца не фиксируется; они могут свободно обращаться на рынке ценных бумаг, покупаться и продаваться без необходимости регистрации нового владельца.

По *доходности* акции делятся на **обыкновенные** и привилегированные.

Обыкновенные (обычные, простые) акции дают право голоса на собрании акционеров, но размер получаемого по ним дохода (дивиденда) зависит от результатов хозяйственной деятельности акционерного общества и колебания прибыли. Держатели этих акций имеют право на остающиеся активы в случае ликвидации акционерного общества.

По *привилегированным* акциям выплачивается фиксированный дивиденд (доход) независимо от результатов хозяйственной деятельности акционерного общества. Но привилегированная акция не дает ее владельцу права голоса. При ликвидации общества владельцы привилегированных акций имеют преимущественные права на остающиеся активы.

В ряде стран привилегированные акции делятся на:

- кумулятивные — наиболее привлекательны для инвесторов, поскольку дают право на получение не выплаченных по решению совета директоров акционерного общества дивидендов в дальнейшем (т.е. пропущенные дивиденды накапливаются и должны быть выплачены до объявления выплат по обыкновенным акциям);
- некумулятивные — дивиденды по ним могут быть не получены (хотя дивиденд по привилегированным акциям устанавливается в виде фиксированного годового процента, эмитент может принять решение о его **изменении**);
- с долей участия — дают право их владельцу на долю в дополнительном дивиденде в том случае, если дивиденды по обыкновенным акциям превышают объявленную по привилегированным акциям сумму (на практике большинство привилегированных акций этим качеством не обладают);
- конвертируемые — выпускаются практически всеми компаниями, крупными и мелкими, дают право их владельцу по собственному усмотрению и при определенных обстоятельствах обменять их на другую ценную бумагу в целях реализации прибыли, увеличения доходности и пр. Привилегированные

акции могут быть обменены на установленное число обыкновенных акций;

- с корректируемой, *плавающей*, ставкой дивиденда — характеризуются дивидендом, ставка которого периодически пересматривается по заранее заданной формуле, например, с учетом колебаний дохода по краткосрочным долговым обязательствам;
- отзывные — могут быть отозваны эмитентом. Привилегированные акции в отличие от облигаций не имеют даты погашения; нередко эмитенты имеют выкупные фонды для возможного выкупа их по номинальной стоимости или с небольшой премией.

Дробление акций компаниями (сплит) осуществляют из-за понижения цен на них или в целях расширения владения для регистрации на бирже. Дробление акций не влияет на чистую стоимость компании и на стоимость инвестиций держателя акций; это внутренняя операция компании. Обычно дробление акций сопровождается повышением курсов акций. Может происходить обратный сплит, ведущий к сокращению числа акций, однако это случается значительно реже, чем дробление акций. Обычная причина подобных сплитов — повышение цены акции. Так, Нью-Йоркская фондовая биржа не одобряет постоянной регистрации акций по низким ценам, поскольку это привлекает на биржу спекулянтов и мелких инвесторов.

В принятии инвестиционных решений большую роль играют *дивиденды*, выплачиваемые владельцам обыкновенных акций. Политика выплаты дивидендов, осуществляемая корпорацией, зависит прежде всего от стабильности доходов, положения с наличностью, перспектив роста, репутации и т.д. Практика западных стран свидетельствует, что мощные, устойчивые компании обычно осуществляют значительные платежи наличными, тогда как средние и мелкие склонны вкладывать средства в расширение производства и выплачивать наличными небольшие дивиденды.

К компаниям, выплачивающим стабильно увеличивающийся небольшой дивиденд, рождается больше доверия, чем к тем, что нерегулярно выплачивают даже крупные суммы.

Дивиденды могут выплачиваться как наличными, так и в виде дополнительных акций. Подобная практика не может быть частой, так как она способна нанести ущерб финансовому состоянию компании. Это может происходить в условиях кратковременного снижения доходов, не наносящего ущерба компании и корпорации.

Дивиденды, выплаченные акциями, как и дробление акций, приводят к увеличению числа выпущенных по низкой цене акций.

Форма выпуска акций в настоящее время существенно изменилась. В большинстве стран с развитой рыночной экономикой все

реже выпускают акции в осязаемой форме, т.е. на специальной бумаге с необходимыми реквизитами акционерного общества. Теперь они все чаще замещаются записями необходимых данных в памяти компьютера, а на руки акционерам выдается сертификат с указанием числа приобретенных ценных бумаг, их серий и номеров.

Облигации. Этот вид ценной бумаги корпораций достаточно широко распространен в **промышленно** развитых странах.

Облигация — это свидетельство о предоставлении займа, дающее ее владельцу право на получение ежегодного фиксированного дохода (твердого процента).

Корпоративные облигации выпускают полностью именные, именные только в отношении основной суммы, на предъявителя, в форме электронной записи на счетах. Рынок облигаций значительно больше рынка акций.

Облигации — самый надежный объект инвестирования. Несмотря на специфику эмиссии и характеристики каждого вида облигаций, все они — долговые обязательства, свидетельство о кредите, предоставленном инвестором (владельцем облигации) заемщику (эмитенту). За пользование занятыми деньгами эмитент облигаций должен выплачивать их держателю вознаграждение в виде процента в течение всего срока владения облигациями. Общая сумма, подлежащая возврату, называется *основной суммой займа*, или **номинальной стоимостью**. Дату возврата суммы займа принято называть *датой погашения* облигаций; ставку процента — *купоном*; время хождения облигации — *сроком обращения*.

Достоинство облигаций колеблется в широких пределах. В США наиболее распространена номинальная стоимость облигации в 1000 **долл.**¹, затем идут мелкие облигации с номинальной стоимостью 500 или 100 долл.

При продаже облигации на первичном рынке ее цена котируется по 1/10 ее номинальной стоимости. Если облигация достоинством в 1000 долл. продается по номинальной стоимости, то цена ее указывается в котировочных бюллетенях как 100, а при продаже ее выше номинальной стоимости (с премией), к примеру **1100** долл., — как НО. Облигации могут продаваться по цене ниже номинальной, т.е. с дисконтом (скидкой), например по 800 долл.; в этом случае будет указана цена 80.

Облигации обладают номинальной, выкупной и курсовой стоимостью.

Номинальная стоимость облигации служит базой при дальнейших перерасчетах и начислении процентов. Она формируется при эмиссии.

¹ Здесь и далее — **долларов США**.

Выкупная стоимость может не совпадать с номинальной и зависит от условий займа. Это цена, по которой эмитент выкупает облигацию по истечении срока займа.

Рыночная (курсовая) стоимость облигации, как и акции, складывается под влиянием условий эмиссии, ее привлекательности, а также в зависимости от спроса и предложения на рынке ценных бумаг.

Корпоративные облигации в большинстве промышленно развитых стран выпускаются на разные сроки, которые дифференцируются по странам:

- краткосрочные — от 1 года до 5 лет;
- среднесрочные — от 5 до **10—12** лет;
- долгосрочные — свыше **10—12** лет.

Наибольшие сроки обращения облигаций используются в США, Канаде, Англии, ФРГ и Японии.

Эмиссия облигаций может быть обеспеченной и не обеспеченной. Обеспечением эмиссии обычно служат земля, здания, оборудование и в некоторых случаях имеющиеся у эмитента ценные бумаги других компаний. Выпускаются также облигации, не имеющие специального обеспечения, основанные лишь на доверии к эмитенту. В ряде случаев эмиссия облигаций осуществляется при условии образования выкупного фонда. Наиболее часто выкупной фонд образуют при эмиссии не обеспеченных облигаций корпораций, которые обязуются ежегодно откладывать определенную сумму для погашения эмиссии. Выкуп таких облигаций может начаться до истечения срока обращения, и тогда используются средства выкупного фонда. Наличие выкупного фонда значительно повышает надежность облигаций и их ликвидность.

В промышленно развитых странах существует множество разновидностей корпоративных облигаций. Так, в США их насчитывается более 200, что определяется прежде всего интересами как эмитентов, так и инвесторов, а также особенностями рынка ценных бумаг.

Виды облигаций, их сроки и доходность в значительной степени обусловлены отраслевым подходом. Компании и корпорации обрабатывающей промышленности эмитируют облигации на меньшие сроки, чем в добывающих отраслях. Последние выпускают облигации на 20 и более лет, так как их деятельность связана с большими объемами вложений и сроками окупаемости. Ежегодные объемы выпуска облигаций в среднем, например в США, в последнее время составляют **300—400** млрд долл. и зависят от циклических колебаний спроса и предложения.

В ряде стран корпоративные облигации имеют четкую отраслевую направленность. Так, в США существуют промышленные облигации, которые выпускаются корпорациями обрабатывающей и до-

бывающей промышленности; коммунальные облигации, которые эмитируются компаниями по электро-, газо- и водоснабжению.

В 1980-х годах в США также получили распространение экологические облигации, которые выпускаются корпорациями для финансирования охраны окружающей среды, в основном для строительства дорогостоящих очистных сооружений.

Весьма широкое распространение в западных странах получили и так называемые ипотечные облигации (mortgage bonds), обеспеченные недвижимостью (землей, зданиями, сооружениями и т.д.). В договоре о выпуске таких облигаций оговаривается первоочередное право удержания имущества на всю недвижимость эмитента; кроме того, в нем указано право на собственность, которая приобретена впоследствии. Облигации, обеспеченные залогом под недвижимость, могут иметь фонды погашения.

Некоторыми корпорациями эмитируются облигации, которые дают право их владельцам конвертировать их в акции компании эмитента по условиям выпуска в любое время или в оговоренный период. Эмитент конвертируемых облигаций стремится таким путем привлечь ресурсы под более низкую процентную ставку, а инвестор рассчитывает получить выигрыш от конверсии своих облигаций в акции, если их рыночная цена будет выше цены конверсии.

По условиям выпуска конверсия может осуществляться в акции какой-либо другой компании. Чаще всего облигации обмениваются по желанию владельца на обыкновенные акции. Конверсия может быть и вынужденной в том случае, когда эмитент конвертируемых облигаций объявляет об их досрочном погашении или отзыве из обращения.

Облигации также различаются по качеству и надежности, от которых зависит их продажа на рынке ценных бумаг. Рейтинг облигации определяет вероятность возврата основной суммы займа и выплаты процентов заемщиком. Такая информация публикуется независимыми организациями, среди них наиболее известны агентства Standard & Poor's и Moody's. При оценке надежности ценных бумаг эти агентства используют систему буквенных обозначений. В ходе определения рейтинга облигаций промышленных заемщиков Агентство Standard & Poor's учитывает:

- доходы эмитента (прошлых периодов, текущие и перспективы прибыльности);
- репутацию производимой продукции;
- характер отрасли;
- качество управления компанией.

Кроме того, анализируется обеспеченность облигаций основным капиталом, чистыми ликвидными активами, достаточность собственного капитала.

Standard & Poor's проводит оценку надежности облигаций, используя систему буквенных обозначений, по шкале убывающего качества на основе первых четырех букв латинского алфавита в комбинациях по три буквы: AAA, AA, A; BBB, BB, B и т.д. до D включительно. Такой системой символов при оценке качества ценных бумаг пользуются и другие агентства. Самый высокий рейтинг имеют облигации, обозначенные тремя A (Triple-A). По единодушной оценке облигаций этой группы — это облигации высшего инвестиционного уровня, обладающие максимальной надежностью. Сюда относятся «золотообрезные» облигации компаний, проверенных временем, однако доходность их невысока.

Облигации группы B привлекают инвесторов, которые готовы пойти на определенный риск в надежде на получение более высокой доходности. Для таких облигаций характерна некоторая неопределенность в возврате основного долга, выплаты причитающихся процентов, стабильности курса.

Группы C и D объединяют облигации с очень большой неопределенностью в отношении возврата основной суммы долга и процентных выплат. Индекс D присваивается облигациям с низким рейтингом, которые получили название «бросовых» или «мусорных». В США их обычно называют «ценные бумаги с высоким доходом». Они действительно приносят большие доходы, которые компенсируют инвесторам высокий уровень риска.

Эмиссия корпоративных облигаций обеспечила в 1960—1990-х годах от 70 до 90% финансирования корпораций и компаний различных отраслей через рынок ценных бумаг. Основные эмитенты облигаций — промышленные, транспортные и торговые корпорации, а основные инвесторы — страховые компании (преимущественно компании страхования жизни), инвестиционные компании открытого и закрытого типа, частные пенсионные фонды, а также коммерческие банки, например в ФРГ, где законодательство не запрещает им делать вложения в корпоративные бумаги, включая облигации. В США после кризиса 1929—1933 гг. законодательство жестко ограничило вложения коммерческих банков в частные ценные бумаги, включая корпоративные, поскольку считалось, что одной из причин Великой депрессии было совмещение банками коммерческих и инвестиционных функций. В 1933 г. был принят Закон Гласса—Стигала, по которому коммерческие банки не имели права вкладывать средства в корпоративные ценные бумаги, проводить с ними брокерско-дилерские и иные операции. Многочисленные попытки на протяжении многих десятилетий отменить этот закон увенчались успехом лишь в конце 1999 г. С 2000 г. банки США получили право создавать дочерние страховые компании и компании по ценным бумагам, а также финансовые холдинговые компании.

Аналогичная ситуация наблюдалась в Японии, где согласно Закону о ценных бумагах и биржах банкам запрещалось выполнять **брокерско-дилерские** и **андеррайтинговые** функции с корпоративными ценными бумагами, хотя вложения средств в акции допускались. Однако и в этой стране в результате проводимой с 1998 г. реформы финансовой системы многие запреты устраняются.

2.3. Государственные ценные бумаги

В **промышленно** развитых странах государственным ценным бумагам принадлежит большая роль в финансировании государственных расходов, покрытия дефицитов бюджетов и развитии экономики в целом. Привычна ситуация, когда государство становится крупным заемщиком на рынке ценных бумаг. Например, в США и Великобритании более 90% задолженности правительства приходится на государственные ценные бумаги.

С помощью выпуска государственных долговых инструментов осуществляется:

- финансирование текущего дефицита бюджета. Такая необходимость возникает в связи с возможными разрывами между государственными доходами и расходами вследствие нехватки налоговых поступлений;
- рефинансирование долга. Государство выпускает ценные бумаги для оплаты старых долгов в срок, в том числе для погашения ранее выпущенных займов и выплаты процентов по ним;
- обеспечение коммерческих банков и других кредитно-финансовых институтов ликвидными и высоколиквидными резервными активами. В ряде стран для этой цели используются краткосрочные государственные ценные бумаги. Вкладывая в выпускаемые правительством долговые обязательства часть своих ресурсов, кредитно-финансовые учреждения получают доход в виде процента;
- финансирование государственных проектов и программ местных органов власти, а также привлечение средств во внебюджетные фонды.

Государственные ценные бумаги обеспечивают инвестору:

- максимальную сохранность основной суммы займа, поскольку гарантом этого от имени государства выступает правительство;
- стабильную доходность, хотя, как показывает практика, она ниже доходности менее надежных корпоративных облигаций;
- активную обращаемость на вторичном рынке, т.е. высокую степень ликвидности.

Государственные ценные бумаги, выпускаемые центральным правительством и местными органами власти в целях мобилизации денежных ресурсов, подразделяются на рыночные ценные бумаги и нерыночные государственные долговые обязательства.

Рыночные ценные бумаги. К ним относятся: казначейские векселя, различные среднесрочные облигации (ноты) и долгосрочные государственные облигации (боны). Они свободно обращаются и могут перепродаваться другим субъектам после их первичного размещения. Например, в США около двух третей государственного долга представлено ликвидными ценными бумагами, которые могут быть проданы владельцами в любое время (табл. 2.1).

Таблица 2.1. Ценные бумаги правительства США, млрд долл.

Вид ценной бумаги	1990	1995	1997	2000	2002	2003	2004	2005
Рыночные	3539	5665	6288	7675	8665	9688	10 205	10 443
Казначейские обязательства (treasury securities)	2093	3260	3440	2993	3122	3575	3 944	4 166
Ценные бумаги федеральных агентств	1446	2405	2848	4682	5531	6108	6 261	6 277
Облигации государственных и квазигосударственных предприятий (GSEs)	394	807	995	1825	2346	2594	2 694	2 575
Ценные бумаги, обеспеченные пулами зкладных	1020	1570	1826	2830	3158	3489	3 543	3 678
Ценные бумаги бюджетных агентств	32	28	27	27	27	25	24	24
Нерыночные	1118	1690	1968	2629	3139	3185	3 334	33 211

Источник: Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки // Финансы. 2007.

Рыночные ценные бумаги считаются наиболее надежными и ликвидными; они активно продаются и покупаются как на первичном, так и на вторичном рынке.

Казначейские векселя — краткосрочные ценные бумаги. Это основной вид краткосрочных обязательств в развитых странах. Они обычно выпускаются на срок 3, 6 и 12 месяцев. На казначейские векселя в США приходится основной объем государственного финансирования. Казначейство размещает их с дисконтом на конкурсной

основе с помощью аукционов. Аукционы по трех- и шестимесячным векселям проводятся каждую неделю, а по векселям со сроком обращения 9 и 12 месяцев — ежемесячно. Доход инвестора образуется за счет разницы между ценой покупки, которая ниже номинала, и номинальной стоимостью, получаемой при погашении. Векселя могут быть проданы до срока погашения на вторичном рынке. Казначейские векселя используются Федеральной резервной системой США при проведении национальной денежной и кредитной политики.

Большинство инвесторов приобретают казначейские векселя на первичном рынке ценных бумаг. Эти долговые обязательства выпускаются в огромных количествах и имеют очень высокую надежность, поэтому служат ориентиром на денежном рынке.

В Великобритании казначейские векселя выпускаются от имени правительства Центральным банком. Это дисконтные краткосрочные долговые обязательства на предъявителя с минимальным номиналом 5000 ф. ст. Срок их обращения — 91 или 182 дня.

Во Франции выпускаются краткосрочные дисконтные облигации со сроком обращения 4—7 недель, а также 13, 26 и 52 недели. Их размещение осуществляется с помощью аукционов.

В Японии государство осуществляет краткосрочные заимствования с помощью краткосрочных казначейских векселей, которые выпускаются на срок 3 и 6 месяцев. Министерство финансов осуществляет также эмиссию финансовых векселей на двухмесячный срок.

Казначейские векселя достаточно широко распространены в развитых странах, поскольку считаются почти не связанными с риском; по этой причине они очень популярны среди институциональных инвесторов, в том числе иностранных.

В США также существуют разнообразные квазигосударственные эмиссии, выпускаемые ассоциациями или агентствами, созданными по решению Конгресса, многие из них имеют **государственную** гарантию. По надежности они не уступают прямым государственным обязательствам, но обладают более высокой доходностью. Среди широкого круга агентств, уполномоченных выпускать ценные бумаги, можно назвать Систему фермерского кредита, Правление системы федеральных банков по кредитованию жилищного строительства, Федеральную корпорацию жилищного ипотечного кредита, Государственную национальную ассоциацию ипотечного кредита и др.

Сроки погашения ценных бумаг государственных агентств меняются от 3 месяцев до 20 и более лет. Государственные агентства — крупнейшие эмитенты ценных бумаг с нулевым купоном. Само Министерство финансов начало выпуск «нулевых» ценных бумаг с начала 1985 г. «Нулевые» ценные бумаги выпускаются со значительными дисконтами, т.е. скидками с номинала. Держатель таких ценных бу-

маг не получает платежей по процентам, но если они хранятся до срока погашения, то реализуется зафиксированная общая доходность (как разница между номинальной стоимостью и стоимостью приобретения).

Среднесрочные облигации (ноты) — достаточно распространенный вид государственных ценных бумаг. В США казначейские **ноты** — это процентные облигации со сроками обращения от 2 до 10 лет. Около 56,7% текущего долга правительства США, представленного ценными бумагами, обращающимися на рынке, приходится на казначейские среднесрочные облигации, которые не подлежат досрочному погашению Министерством финансов (табл. 2.2).

Таблица 2.2. Основные виды рыночных облигаций США, млрд долл.

Вид рыночных облигаций	1990	1995	1997	2000	2002	2003	2004	2005
Краткосрочные облигации — казначейские векселя (treasury bills)	482	742	702	616	868	929	1001	961
Среднесрочные облигации — казначейские ноты (treasury notes)	1218	1980	2122	1611	1522	1906	2157	2360
Досрочные облигации — казначейские облигации (treasury bonds)	377	523	576	635	593	564	539	516
Индексированные облигации (index-linked bonds and notes)	—	—	24	115	139	176	246	329
Всего, включая прочие	2093	3260	3440	2993	3122	3575	3944	4166

Источник: Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки // Финансы. 2007.

Они привлекательны для инвесторов, уверенных в получении установленного дохода со дня покупки. С 1986 г. прекращен выпуск реальных сертификатов казначейских среднесрочных облигаций, а новые эмиссии проводятся только в электронной форме. Эти облигации выпускаются по номинальной стоимости и котируются в виде процента номинальной основы; проценты по ним выплачиваются раз в полгода, их номинальная стоимость составляет 1000 и 5000 долл.

Во Франции казначейские среднесрочные облигации выпускаются в бездокументарной форме на срок от 2 до 5 лет с выплатой дохода в виде процента раз в год.

Среднесрочные облигации правительства ФРГ выпускаются также в бездокументарной форме с фиксированной процентной ставкой и сроком обращения 5 лет.

В Японии среднесрочные государственные облигации имеют срок обращения от 2 до 5 лет. Доход в зависимости от условий эмиссии выплачивается в виде купона или дисконта (размещается по цене ниже номинала). Для этого вида ценных бумаг Японии характерно слабое развитие вторичного рынка, поскольку их держатели — физические лица и инвестиционные фонды.

Долгосрочные облигации. В США к этому типу облигаций относят долговые обязательства Министерства финансов со сроком обращения от 10 до 30 лет. Они выпускаются в бездокументарной форме (в виде записей на счетах) с номиналом в 1000, 5000, 10 000, 100 000 и 1 млн долл. Ряд долгосрочных облигаций погашается до наступления объявленных сроков погашения согласно оговору об их выкупе. В частности, почти половина всех облигаций, срок погашения которых наступал в 1995 и последующих годах, содержит оговорку об их досрочном выкупе. Например, если облигация имеет название «**13-процентная** облигация Министерства финансов США с мая 2009 по 2014 г.», это означает, что срок погашения ее наступит в 2014 г., но она может быть выкуплена Министерством финансов США в любое время начиная с мая 2009 г.

В Англии к долгосрочным государственным облигациям относят долговые обязательства со сроком обращения свыше 15 лет (обычно **20—25** лет). Основная их часть (до 3/4) имеет одну дату погашения, а остальные — две. Для Англии характерно наличие бессрочных государственных облигаций.

Государственные долгосрочные облигации в Германии обращаются в течение 10 лет и имеют разовое погашение; они выпускаются в бездокументарной форме с фиксированной процентной ставкой.

Долгосрочные государственные облигации Франции выпускаются на срок от 7 до 30 лет с одноразовым платежом (одним сроком погашения).

Основную часть государственной задолженности в Японии (почти 3/4) составляют долгосрочные облигации со сроком обращения 10 лет и 2 месяца. Выпускаются также долгосрочные облигации на срок 20 лет, по которым 2 раза в год выплачивается доход в виде фиксированного процента.

Нерыночные государственные ценные бумаги. Это ценные бумаги, которые приобретаются один раз и не могут переходить из рук

в руки. К ним относят сберегательные сертификаты (процентные и дисконтные), казначейские ноты, предназначенные для иностранных инвесторов, и др. **Большинство** этих ценных бумаг находится в руках правительственных учреждений, правительств других стран, местных органов управления (для оплаты налогов, задолженности) и частных лиц (в форме сберегательных **облигаций**).

Сберегательные облигации относятся к разряду нерыночных государственных ценных бумаг, так как не подлежат купле-продаже; их эмитенты — правительство или местные органы власти. Облигации регистрируются на держателя (покупателя). По сути, это форма сбережений граждан. Возмещение по сберегательным облигациям выплачивается покупателю. Они высоколиквидны, погашаются по номиналу по требованию владельца.

Специальные выпуски облигаций. Для снижения бюджетного дефицита и привлечения сбережений населения, для финансирования и рефинансирования государственного долга многие страны Запада прибегают к выпуску «специальных займов», предназначенных к размещению в страховых и пенсионных фондах, а также правительственных учреждениях. Облигации таких выпусков не продаются, их нельзя передавать другим лицам, но они могут быть предъявлены к оплате через определенное время (обычно год) со дня их выпуска.

Ценные бумаги местных органов власти. Рынок муниципальных облигаций в **промышленно** развитых странах значителен. Например, в США на долю муниципальных облигаций приходится более 2 трлн долл.¹ Этот вид ценных бумаг считается одним из самых надежных после ценных бумаг центрального правительства.

Муниципальные облигации — ценные бумаги, выпускаемые местными органами власти и управления (правительствами штатов, провинций, городскими муниципалитетами) и другими местными административными единицами.

Самый большой в мире рынок муниципальных ценных бумаг находится в США, он переживает период стремительного развития: в 1990-х годах объем рынка составлял **1,2—1,4** трлн долл.; в конце 2005 г. — свыше 2,2 трлн долл. Муниципальные облигации имеют смешанную форму надежности. Они делятся на обеспеченные общей гарантией и обеспеченные доходами от проекта.

По своевременности выплаты процентов и основного долга более совершенную форму имеют облигации, обеспеченные общей гарантией: прекращение платежей по этим облигациям в США — редкое явление. Гарантом таких облигаций служат налоговые органы, гарантия обеспечивается налогами на личный и (или) корпоративный

¹ Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бейли Дж.В. Инвестиции. М.: ИНФРА-М, 2001.

доход, продажи, имущество и использование дорог внутри штата, налогами на недвижимость на уровне города. По уровню надежности эти облигации уступают лишь ценным бумагам правительства штата.

Облигации, обеспеченные доходами от проекта, выпускаются в США агентствами или органами власти, созданными в штатах и городах в соответствии с законодательством, в целях финансирования инфраструктуры и эксплуатационных расходов.

Муниципальные облигации, обеспеченные доходами от проекта, менее надежны. Однако с их помощью в США были построены сотни больниц, стадионов, студенческих общежитий, гражданских рынков и других объектов инфраструктуры. Для этих облигаций характерны фиксированные сроки погашения. Обычно они бывают отзывными, т.е. эмитент по истечении определенного срока может погасить облигации (раньше фиксированного срока обращения). Срок погашения облигаций, обеспеченных доходом от проекта, может составлять от 20 до 30 лет.

Штаты и города нередко испытывают потребность в наличных деньгах, поскольку налоговые поступления происходят раз в квартал, а иногда и раз в год, а средства для выплаты заработной платы и других расходов требуются постоянно. Местные органы власти решают эту проблему с помощью краткосрочных ценных бумаг, обычно именуемых векселями, иногда они называются краткосрочными кредитными обязательствами местных органов власти (до момента поступления налогов). Их выпускают по номинальной стоимости с фиксированной купонной ставкой.

В 1990-х годах в США увеличилось число новых муниципальных организаций, имеющих право выпускать собственные облигации. Одновременно ужесточилось законодательное регулирование рынка муниципальных ценных бумаг.

Подобно купле-продаже государственных ценных бумаг сделки с муниципальными облигациями осуществляются на внебиржевом первичном рынке. Основные владельцы муниципальных облигаций — банки и другие кредитно-финансовые организации и индивидуальные инвесторы. Вместе с тем доля банков во владении этими облигациями резко снизилась в связи с изменением в 1980-х годах налогового законодательства. Так, были отменены льготы по инвестициям в муниципальные облигации со стороны банков и введены льготы для других инструментов финансового рынка.

Компании по страхованию имущества, вкладывая средства в муниципальные облигации, стремятся получить доход, пользуясь льготами при налогообложении.

В Японии основные цели эмиссии муниципальных облигаций заключаются в финансировании сельского хозяйства, образования,

строительства, борьбе со стихийными бедствиями. Муниципальные облигации выпускаются на предъявителя; основные эмитенты — власти крупнейших городов и префектур. Правительственные и муниципальные облигации объединены в группу государственных облигаций. Доля правительственных облигаций в общем объеме облигационных займов составляет 47%, а муниципальных — 6%.

Минимальный номинал муниципальных облигаций составляет 10 тыс. иен, а объем выпуска — от 1 млрд до 100 млрд иен. Это облигации с купонным фиксированным доходом, который выплачивается 2 раза в год. Первичное размещение проходит путем либо открытого предложения через банки и брокерские компании, либо открытого размещения, когда посредниками служат местные банки.

Муниципальные облигации с 1992 г. выпускаются с условием частичного или полного погашения в любое время, причем досрочное погашение осуществляется по цене, немного превышающей текущую рыночную цену облигаций. Однако досрочное погашение невыгодно для инвесторов, так как на него требуется специальное разрешение Министерства финансов.

Основные инвесторы муниципальных облигаций — прежде всего коммерческие банки; за ними следуют правительственные взаимные фонды, корпоративные и индивидуальные инвесторы, доля которых пока незначительна.

Франция по числу муниципальных образований опережает все страны ЕС, вместе взятые. Муниципальные органы страны имеют право осуществлять заимствование без разрешения центрального правительства при условии, что цель заимствования состоит в финансировании инвестиций, а также обслуживании долга, который закладывается в местный бюджет. В середине 1990-х годов облигационный долг составлял 6,6 млрд долл. — лишь 6,6% всего муниципального долга. Малая доля объясняется прежде всего отсутствием налоговых стимулов (в отличие от США), значительной конкуренцией со стороны банков, имеющих низкие процентные ставки, и рядом других причин.

В Великобритании возможность муниципальных властей занимать необходимые денежные средства напрямую у центрального правительства на довольно большие сроки и под низкие проценты привела к тому, что объем рынка муниципальных облигаций снижается, и за последнее десятилетие выпуск новых муниципальных облигаций почти прекратился.

В Германии рынок муниципальных облигаций динамично развивается. Его объем составляет 20% всего рынка облигаций страны. Основная часть муниципальных облигаций представлена краткосрочными и среднесрочными облигациями, обычный купон кото-

рых — 5—10% годовых. Муниципальные облигации пользуются большим доверием немецких и зарубежных банков, инвестиционных фондов, страховых компаний и частных инвесторов.

В современной России муниципальные облигации занимают значительный удельный вес на рынке облигаций, о чем свидетельствуют данные табл. 2.3.

Таблица 2.3. Объем облигаций в обращении
на 1 января 2008 г., млрд руб.

Виды облигаций по эмитентам	Абсолютный объем	Удельный вес
Облигации Российской Федерации	1074,1	41,4
Корпоративные облигации	1253,8	48,3
Муниципальные облигации	213,8	8,2
В том числе облигации Москвы	55,2	2,1
Итого	2596,9	100,0

Источник: Экономика и жизнь. 2008. № 9.

Крупным заемщиком на рынке муниципальных облигаций была Москва, однако в последние годы размещения облигаций не было в связи с наличием достаточного количества бюджетных средств. Ситуация изменилась, и в 2008 г. облигационный займ Москвы планируется в размере **118 млрд руб.**¹

2.4. Производные ценные бумаги и финансовые инструменты

Производные ценные бумаги возникли в процессе развития рынка ценных бумаг в **промышленно** развитых странах. Производными ценные бумаги называются потому, что они вторичны по отношению к основным классическим ценным бумагам — акциям и облигациям.

В **настоящее** время эти ценные бумаги получили название **деривативы**. К ним обычно относят опционы на ценные бумаги, финансовые фьючерсы, варранты и депозитарные расписки.

Рынок производных ценных бумаг динамично развивается и занимает значительное место на фондовом рынке.

Опционы. Торговля опционами была впервые открыта 26 апреля 1973 г. на Чикагской опционной бирже, хотя на внебиржевом рынке

они обращались давно (по меньшей мере 100 лет). Для инвесторов опцион — дополнительный инвестиционный инструмент и средство управления риском (хеджирования).

Опцион — это сделка, дающая право его владельцу купить или продать определенное количество ценных бумаг по фиксированной цене в течение оговоренного срока.

Фиксированная цена называется ценой исполнения, а дата окончания срока действия опциона — датой истечения его срока. Покупая опцион, покупатель платит его продавцу премию, или иначе — цену опциона. Премия, уплачиваемая при покупке опциона, — единственная переменная величина сделки; все остальные условия и суммы не подлежат изменению. Цена опциона формируется под влиянием спроса и предложения. Различают опционы колл и пут.

Опцион колл (опцион на покупку) предоставляет его владельцу право купить в будущем ценную бумагу по фиксированной цене — цене исполнения опциона. Премия, уплачиваемая за приобретение опциона, обычно составляет лишь небольшую часть цены базовой бумаги, лежащей в основе опциона. В итоге покупатель опциона выигрывает или теряет на изменении цены бумаги, фактически не владея ею; покупка этих ценных бумаг, лежащих в основе опциона, обошлась бы покупателю опциона гораздо дороже. Вместе с тем владелец опциона хорошо знает, что убыток, который возможен, не превысит суммы премии, уплаченной за опцион, поэтому он может отказаться от его исполнения, если к наступлению срока его исполнения рыночная цена базовой бумаги, лежащей в основе, окажется ниже цены, зафиксированной в опционе (цены исполнения).

Пример. Проведя фундаментальный технический анализ компании X, инвестор считает, что ее акции будут расти в цене в следующие три месяца; текущая цена акции — 50 долл. Если покупать сами акции, то за 100 акций необходимо заплатить сразу 5000 долл. (не считая комиссионных), но можно приобрести опцион, заплатив премию в размере 5 долл. за акцию, т.е. 500 долл. за 100 акций. Опцион куплен в январе, а срок его истекает в феврале. Если за этот срок акции упали в цене, то максимальный убыток владельца опциона будет равен уплаченной премии, т.е. 500 долл. Этот убыток можно понизить, продав опцион на вторичном рынке по любой цене.

Если, как надеется инвестор, цена акций возрастет, купив акции по фиксированной цене (цене исполнения опциона) и продав их по более высокой цене, он получит прибыль. ♦

В зависимости от сроков исполнения **существуют** опционы:

- европейские — могут быть исполнены в момент их погашения;
- американские — могут быть исполнены в любое время до истечения срока их действия (даты **погашения**).

¹ Экономика и жизнь. 2008. № 9.

Опцион пут предоставляет право его держателю продать в будущем ценную бумагу по фиксированной цене — цене исполнения. Как и в случае с **колл-опционом**, речь идет о *праве*, но не об обязательстве продать ценную бумагу, и если к моменту исполнения опциона рыночная цена этой бумаги окажется выше фиксированной (цена исполнения), то владелец **пут-опциона** имеет право его не исполнять.

Предлагая опцион, его продавец прежде всего получает доход в виде премии, уплаченной покупателем, которая составляет часть общей доходности портфеля продавца.

Размер премии опциона в каждом отдельном случае зависит от:

- существующего (или предполагаемого) соотношения между текущей ценой бумаги, лежащей в основе опциона, и ценой его исполнения;
- ценовых колебаний акций или иных ценных бумаг, лежащих в основе опциона;
- времени, оставшегося до срока исполнения опциона;
- сложившегося на данный момент уровня процентных ставок и прогноза их изменения;
- доходности ценных бумаг, лежащих в основе опциона.

Финансовые фьючерсы. Это тоже производные инструменты.

Финансовый фьючерс на ценные бумаги — контракт (*обязательство*, а не право выбора, в отличие от опциона) на покупку или продажу стандартного количества ценных бумаг определенного вида на определенную дату в будущем по цене, заранее установленной при заключении сделки.

В этих стандартных контрактах регламентируются все параметры: срок, размеры стандартного лота, гарантийный страховой депозит.

Цель участников торговли фьючерсами, как правило, состоит не в приобретении ценных бумаг, а в игре на разнице цен. Приобретая контракт, его владелец рассчитывает продать его по более высокой цене, а продавец надеется на приобретение такого же контракта в будущем, но по более низкой цене.

Кроме того, фьючерсные сделки используются в целях *хеджирования*, т.е. страхования риска потерь от повышения цены на облигации или иные бумаги, что нежелательно для покупателя, или понижения ее, что невыгодно для продавца. Крупнейшими центрами торговли опционами и фьючерсами считаются американские биржи, в частности Чикагская биржа опционов, Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов, парижские биржи опционов и фьючерсов, амстердамская Европейская биржа опционов, Сингапурская международная валютная биржа.

В торговле опционами и фьючерсами в основном участвуют институциональные инвесторы, поскольку из-за высокой капиталоемкости указанных операций не все индивидуальные инвесторы могут себе их позволить.

В настоящее время в опционных сделках помимо ценных бумаг используются *фондовые индексы*. При заключении опционной сделки по индексам инвестор получает право покупать или продавать опционы пут и колл как по целым группам, так и по отдельным акциям. Инвесторы имеют возможность покупать или продавать опционы на рыночную конъюнктуру. Наиболее популярным индексом в них является индекс Доу-Джонса и Американской фондовой биржи.

Суть сделки заключается в том, что, ожидая изменение курса акций в ближайшие месяцы, измеряемое традиционно индексом Доу-Джонса, инвестор может использовать опционы пут и колл на индекс Американской фондовой биржи для управления своим инвестиционным портфелем. Вместе с тем успешное проведение опционной сделки — задача очень сложная, поэтому необходимо точно оценивать внутренний потенциал акции или индекса, лежащих в основе опциона.

Варранты. Это ценные бумаги, которые дают своему владельцу право в будущем купить по заранее установленной цене определенное количество ценных бумаг. Фактически варранты схожи с колл-опционами, однако опционы действуют в течение нескольких месяцев и отличаются от варрантов механизмом выпуска. **Колл-опцион** может продаваться его владельцем, который и не владеет соответствующими ценными бумагами, лежащими в его основе (торги на опционных биржах в целях получения дохода на разнице курса опционов). Варранты выпускают компании — эмитенты лежащих в их основе ценных бумаг. Варианты могут отделяться от ценной бумаги, с которой они выпущены, и продаваться отдельно.

Предлагаемые в едином пакете с другими ценными бумагами варранты дают возможность эмитенту сделать выпускаемые им ценные бумаги более привлекательными, поскольку дают право инвестору купить определенное количество этих ценных бумаг в будущем по более низкой цене в случае роста их курса. Кроме того, срок действия варрантов чаще всего составляет от 10 до 20 лет; срок обращения некоторых из них может быть и не ограничен.

Американские депозитарные расписки (АДР). Это свободно обращающиеся расписки на иностранные акции, депонированные в банке США. АДР — расписка, представляющая акции корпорации, зарегистрированной за пределами США. Операции с АДР проводятся вместо операций с ценными бумагами, которые хранятся в банке или у попечителя. Этот инвестиционный инструмент есть **обыч-**

ный метод торговли иностранными эмиссиями акций в **США. АДР** появились еще в 1920-х годах. Они были изобретены Morgan Guaranty Trust; суть их состоит в том, что банк хранит некоторые акции за границей в одном из своих филиалов (обычно в стране эмитента), а расписки, служащие их обеспечением, эмитируются и обращаются на американском рынке. Банк получает при этом прибыль в виде вознаграждения за эмиссию и обработку расписок. Операции с депозитарными расписками осуществляют еще несколько банков, среди них Citibank, Bank of New York, Bank of America.

Держатели АДР обычно сохраняют права акционеров ценных бумаг в стране их эмиссии.

По мере роста интереса к иностранной акционерной собственности депозитарные расписки перешли с внебиржевого рынка на биржевой. Так, Нью-Йоркская фондовая биржа включает в свой котировочный список ряд надежных и известных компаний: Sony, Honda Motor, Hitachi, British Airways, British Telecom.

Интерес к депозитарным распискам в мире растет, поскольку они привлекают как эмитентов, так и инвесторов рядом преимуществ. Инвестору они предоставляют определенные гарантии в связи с тем, что:

- обладают той же ликвидностью, что и сами ценные бумаги, на основе которых они выпущены;
- обычно котируются в долларах США;
- помогают институциональным инвесторам при покупке ценных бумаг иностранных эмитентов и других операциях с ними преодолеть законодательные ограничения;
- предоставляют возможность покупать их вместо акций и использовать для получения прибыли за счет разницы котировок на американском и других рынках, а также для участия в капитале иностранных компаний;
- позволяют облегчить не только продажу ценных бумаг иностранных эмитентов, но и получение дивидендов американским инвесторам.

Депозитарные расписки предоставляют эмитентам ряд преимуществ:

- они помогают компаниям-эмитентам выйти на зарубежный рынок, повысить ликвидность акций, преодолеть правовые ограничения на непосредственное владение акциями;
- выпуск АДР позволяет расширить состав потенциальных инвесторов, в первую очередь институциональных;
- успешное размещение депозитарных расписок повышает престиж компании — эмитента ценных бумаг и соответственно

доверие со стороны инвесторов, а также влияет на цены этих бумаг;

- компании могут определить рыночную стоимость своих акций, а также привлечь капитал иностранных инвесторов.

Депозитарные расписки бывают *спонсируемые* и *неспонсируемые*. Если расписки выпускаются по запросу эмитента, то они считаются спонсируемыми: эмитент оплачивает расходы по спонсируемой программе. Спонсируемые АДР регистрируются в Комиссии по ценным бумагам и биржам.

Банки могут создавать неспонсируемые расписки по запросу инвесторов; держатели таких расписок несут все расходы, в том числе плату за депонирование и изъятие ценных бумаг из депозитария, конвертацию дивидендов в доллары и другие услуги.

Неспонсируемые расписки в настоящее время считаются устаревшими и выпускаются редко.

Финансовые инструменты. Помимо традиционных классических и производных ценных бумаг в **промышленно** развитых странах довольно широко распространены так называемые *финансовые инструменты*, которые представляют собой кредитные орудия обращения и один из способов мобилизации определенных сумм денежных средств, способных трансформироваться в реальные инвестиции. Наиболее значимые из них — депозитные и сберегательные сертификаты и векселя.

Депозитные сертификаты — *обращающиеся инструменты, выпускаемые коммерческими банками или **ссудно-сберегательными** ассоциациями под срочные депозиты с номиналом 100 000 долл. и более (носят еще название jumbo).*

Они имеют определенный срок погашения и в основном являются обратимыми, т.е. могут служить самостоятельным объектом торговли.

Депозитные сертификаты различаются по эмитентам, срокам займа, формам расчетов и т.д. В США по эмитентам различают сертификаты:

- выпускаемые банками внутри страны;
- выпускаемые банками за рубежом — евродолларовый депозитный сертификат;
- выпускаемые иностранными банками в США.

Иностранные банки, имеющие филиалы в США, могут выпускать депозитные сертификаты в долларах США. По срокам займа сертификаты бывают: до востребования, которые дают право на изъятие определенных сумм по предъявлению сертификата; срочные, на которых указан срок изъятия вклада и размер причитающихся процентов.

В отличие от обычных сберегательных счетов клиенту выдается не книжка, а удостоверение (сертификат), своего рода долговая расписка банка. Средства с такого вклада могут быть изъяты до истечения оговоренного срока.

В зависимости от способа регистрации депозитные сертификаты делятся на *именные* и на *предъявителя*.

У крупных инвесторов на Западе особой популярностью пользуются передаваемые депозитные сертификаты на предъявителя, которые свободно обращаются на вторичном рынке. Такого рода сертификаты выпускают на срок от 30 дней до 6 месяцев и реализуют с дисконтом (ниже номинала).

В случае необходимости владельцы сертификатов могут продавать их на вторичном рынке либо использовать их в расчетах по торговым сделкам и банковским займам. Возможность обращения депозитных сертификатов на вторичном рынке делает их привлекательным и ликвидным инструментом.

Другим распространенным финансовым инструментом является вексель. Он традиционно считается инструментом коммерческого кредита, причем в этом качестве используется в основном переводной вексель.

Вексель — ценная бумага, удостоверяющая ничем не обусловленное **обязательство** векселедателя (простой, или соло-вексель) либо иного указанного в векселе плательщика (переводной вексель, или тратта) выплатить по наступлении указанного в векселе срока определенную сумму его владельцу.

Однако в современных условиях в **промышленно** развитых странах объемы вексельных рынков и их роль как инструмента финансирования невелики. В Великобритании, США и Канаде довольно широко используется такая форма переводного векселя, как банковские акцепты, особенно во внешнеторговых операциях. По своей сути **банковский акцепт** — не что иное, как переводной вексель (тратта), который выписан на банк и акцептован этим банком. Такой вексель, имеющий гарантию банка, может быть продан на рынке. Однако и эта форма переводного векселя постепенно утрачивает свои позиции.

Одновременно со снижением объемов и роли рынка переводных векселей шло развитие рынка коммерческих бумаг — своего рода простых финансовых векселей. Самые крупные рынки этих коммерческих бумаг функционируют в США, Японии и европейских странах.

Коммерческая бумага (commercial paper) представляет собой краткосрочное, не имеющее специального обеспечения обязательство, которое выпускается крупными компаниями и такими финансовыми организациями, как банковские холдинговые компании, компа-

нии, осуществляющие продажи, а также страховые и лизинговые компании и др. Покупатели этих ценных бумаг — обычно крупные институциональные инвесторы, в частности инвестиционные фонды открытого типа, которые вкладывают средства только в краткосрочные обязательства денежного рынка.

Коммерческие бумаги имеют определенный срок погашения (до 270 дней). До наступления указанного срока инвесторы, как правило, держат их у себя, в связи с чем вторичный рынок их небольшой.

Выпуск коммерческих бумаг позволяет предприятиям удовлетворять краткосрочные потребности в денежных средствах. Рост рынка коммерческих бумаг во всех странах говорит об увеличении роли рынка ценных бумаг в финансировании экономики и снижении роли банковского кредита. Особенно это характерно для США, Испании, Канады.

2.5. Международные ценные бумаги

Процесс интеграции стран с рыночной экономикой, происходящий в мире, требует создания общего финансового рынка для проведения эффективной инвестиционной политики. Уже накоплен большой опыт реализации международных инвестиционных проектов. Эмитированные банками и корпорациями ценные бумаги одних стран для распространения в других странах в большом объеме обращаются на международном рынке ценных бумаг. Полная отмена в 1970-х годах ограничений на перемещение капитала в развитые страны создала условия для образования международного рынка ценных бумаг. Только за **1980—1990** гг. доля международных операций с ценными бумагами в ВВП США возросла с 9 до 93%, в Германии — с 8 до 58 и в Японии — с 7 до 119%. В общем объеме заимствованных на международном рынке капиталов средств наибольшая часть приходится в текущем столетии на развитые страны (до 90%), при этом основные заемщики — не правительства, как в развивающихся странах, а финансовые институты, на втором месте нефинансовые компании и лишь на третьем — правительства стран.

Промышленные компании, курс акций которых включен в национальный фондовый индекс Франции, большую часть своих операций (до 70%) осуществляют за пределами Франции. Аналогичная ситуация в других странах. Большинство компаний, прошедших листинг на фондовых рынках Западной Европы, половину своей прибыли получают от зарубежной деятельности. Прибыль американских корпораций от зарубежной деятельности также значительна: у корпораций, чьи акции котируются на Нью-Йоркской фондовой бирже, она составляет в среднем **25—30%**.

Мировой финансовый рынок все более приобретает вид двух-уровневой системы, в которой верхний уровень — наднациональный — представлен обращением ценных бумаг ведущих транснациональных корпораций, а нижний — национальный — обращением бумаг национальных компаний. Каждому из этих уровней присущи свои институты финансового рынка — международные или национальные.

Международный рынок ценных бумаг, как и национальные рынки, состоит из первичного и вторичного рынков. На *первичном рынке* эмитент одной страны размещает свои ценные бумаги в другой стране или других странах, а на *вторичном рынке* происходит перепродажа ценных бумаг через специальные финансовые учреждения. Основными покупателями и продавцами на вторичном рынке ценных бумаг являются центральные и коммерческие банки, страховые компании и другие небанковские институты.

В последнее десятилетие возросла привлекательность рынка **евробумаг**. **Евроинструменты** — это акции, ноты, облигации, деривативы, размещаемые на международных финансовых рынках, внешних по отношению к стране эмитента.

Еврооблигации эмитируются правительствами стран, муниципалитетами, банками, международными кредитными организациями, транснациональными корпорациями. Внешние займы в виде еврооблигаций активно используются ими как дополнительный источник финансирования, особенно в условиях ограниченности денежных ресурсов в развивающихся странах с кредитным рейтингом «BB» (Мексика, Бразилия, Аргентина, Венесуэла, ряд стран Восточной Европы, Россия). Появился даже особый тип облигаций — **PAR-Bonds**, которые обмениваются на соответствующие долги стран по номиналу. Этим облигациям соответствует набор фиксированных купонных выплат, ставки по которым чаще ниже рыночных. Указанные облигации носят еще название брэди-облигаций по имени министра финансов США, который предложил такой метод реструктуризации долгов, когда в конце 1980-х — начале 1990-х годов международные финансовые институты столкнулись с проблемой невозврата крупных кредитных средств развивающимися странами. PAR-облигации выпускаются на срок от 25 до 30 лет, что обеспечивает эмитентам льготный порядок погашения обязательств по долгам.

Еврооблигации — ценные бумаги преимущественно на предъявителя, т.е. их владельцы не регистрируются. Эти облигации выпускают и продают в основном за пределами внутреннего рынка той валюты, в которой указано их достоинство. Вместе с тем еврооблигации деноминированы в валютах, которые занимают лидирующее положение в международной торговле.

Желая получить значительные дополнительные средства путем эмиссии облигаций, крупный заемщик имеет возможность выйти на международный рынок. На внешнем рынке эмиссия облигаций может быть поделена на иностранный выпуск и на эмиссию еврооблигаций. Иностранные облигации эмитируются нерезидентом в какой-либо стране в валюте этой страны, иначе говоря, иностранный выпуск размещается в Лондоне в фунтах стерлингов, в Токио — в иенах и т.д. Еврооблигации размещаются на нескольких национальных рынках, но в валюте, являющейся иностранной по отношению к стране их размещения.

На еврорынке обращаются следующие основные виды ценных бумаг:

- облигации с фиксированной ставкой доходности (купонными выплатами);
- облигации с плавающей ставкой доходности. Размер купонных выплат состоит из двух частей — величины наиболее употребляемой ставки (к примеру **LIBOR**¹), плюс фиксированная положительная маржа, которая остается неизменной. Срок обращения таких облигаций — от 5 до 15 лет;
- два вида облигаций, связанных с акциями эмитента, — конвертируемые в обыкновенные акции эмитента на заранее оговоренных условиях и облигации с варрантами. Варрант аналогичен колл-опциону, но может быть исполнен в течение более длительного срока, что повышает привлекательность облигаций.

Первые еврооблигации появились в начале 1960-х годов в связи с интернационализацией хозяйственной жизни и либерализацией финансовых рынков США, Германии и Японии.

В **1987—1991** гг. наибольшая доля заимствований на еврорынке наблюдалась у японских эмитентов (банки и промышленные корпорации). В **1995—1996** гг. на рынок еврооблигаций вышли правительства восточноевропейских стран и администрации крупнейших городов этих стран. Россия впервые разместила собственные еврооблигации в ноябре 1996 г. Затем в **1997—1998** гг. Правительство РФ разместило еще несколько займов. В эти же годы вышли на рынок еврооблигаций правительства ряда субъектов Федерации: Москвы, Санкт-Петербурга, Нижегородской, Свердловской областей, Татарстана, а также частные эмитенты Газпром, ЛУКОЙЛ, Ростелеком, Татнефть и ряд банков. Однако объем задолженности России велик (табл. 2.4).

¹ LIBOR — ставка предложения (продавца).

Таблица 2.4. Объем мировых рынков долговых ценных бумаг (общий объем задолженности на конец года), млрд долл.

Страна	1990*	1995	2000	2004	2005
Австралия	115	244	305	614	656
Великобритания	409	825	1 565	2 445	2 556
Германия	995	2 179	2 082	4 558	4 096
Италия	1 233	1 619	1 345	3 055	2 884
Испания	233	367	363	1 452	1 625
Канада	426	678	777	1 055	1 107
Нидерланды	170	370	734	1 362	1 408
США	7 433	11 078	16 118	22 541	23 841
Франция	827	1 483	1 332	3 065	2 870
Швейцария	177	276	170	521	491
Швеция	202	386	286	485	463
Япония	2 922	5 307	6 432	9 163	8 646
Прочие развитые страны	778	1 418	1 864	2 698	3 021
Все развитые страны	15 920	26 230	33 373	53 014	53 664
Аргентина	21	68	154	114	130
Бразилия	—	227	356	462	632
Индия	73	102	140	246	290
Китай	34	107	276	508	633
Корея	96	255	351	642	740
Мексика	57	54	127	258	316
Россия**	—	—	70	109	126
Турция	9	34	69	201	221
Прочие формирующиеся (включая офшорные центры)	168	846	801	1 734	1 775
Все формирующиеся	458	1 504	2 300	4 274	4 862
Весь мир***	16 378	27 734	35 673	58 003	59 076
В процентах к ВВП	73	96	114	143	134
Частные эмитенты	7 543	10 989	16 514	34 341	35 349
В процентах к ВВП	34	38	53	84	80

* Бумаги внутреннего долга.

** Приведенные БМП (BIS) данные по России заметно отличаются от данных источников. В таблице данные по России по 1999 г. — БМР, за 2000—2005 гг. — оценки на базе всех названных источников. Вексельная задолженность не учитывалась.

*** Включая бумаги международных организаций (ЕБРР, Мировой банк и пр. — от 400 до 500 млрд долл. в 2001—2005 гг.), не выделенных отдельной строкой.

Источник: Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки // Финансы. 2007.

Среди долговых ценных бумаг на евторынке распространены **евродолговые обязательства (евроноты)**. Эти среднесрочные ценные бумаги составляют **50—60%** новых эмиссий. Обязательства, номинированные в американской валюте, занимали около половины рынка, в немецких марках — 15% и японских иенах — 10%. Кроме того, появились такие валюты, как аргентинские песо, польские злотые, хорватские куны и российские рубли, а с 1999 г. выпускаются еврооблигации с номиналом в евро.

На евторынке присутствуют краткосрочные долговые обязательства со сроком обращения от 1 до 6 мес. Каждый их выпуск проходит **андеррайтинг¹**, синдицируется и размещается. Если заемщику не удастся разместить очередной выпуск долговых обязательств, члены синдиката обязуются выкупить оставшиеся неразмещенными ценные бумаги по цене не ниже объявленной (ставки LIBOR плюс маржа).

Сравнительно новый инструмент на евторынке — **коммерческие обязательства**, особенность которых состоит в том, что они не проходят через андеррайтинг. Банки — члены синдиката берут на себя обязательства разместить бумаги заемщика на согласованных условиях, но при этом не обязуются выкупать **недоразмещенные** обязательства.

Срок обращения коммерческих обязательств на евторынке — от нескольких месяцев до нескольких лет. В отличие от аналогичных бумаг в США еврокоммерческие обязательства выпускаются на более продолжительный срок (на внутреннем рынке США срок их обращения **60—180** дней). Кроме того, эмитенты этих бумаг должны проходить процедуру рейтинга, чем объясняется относительное снижение доли этих бумаг на евторынке в 1990-е годы и повышенный интерес со стороны инвесторов к среднесрочным долговым обязательствам (табл. 2.5).

Таблица 2.5. Структура задолженности по международным ценным бумагам по видам инструментов, конец года

Инструмент	1998 г.		1999 г.	
	млрд долл.	%	млрд долл.	%
Всего	4295	100,0*	5226	100,0*
Классические облигации с фиксированной ставкой	2965	69,0	3540	67,7
Облигации с плавающей ставкой	935	21,8	1199	22,9
Облигации с варрантом	211	4,9	227	4,3
Коммерческие бумаги	133	3,1	175	3,4
Прочие краткосрочные инструменты	62	1,4	85	1,6

* Округленно.

¹ Размещение эмиссионных ценных бумаг для продажи публике через посредника.

Заметную роль на рынке **евробумаг** играют **евродепозитные сертификаты** (ДС), предназначенные в основном для крупных институциональных инвесторов. Главные эмитенты ДС — отделения ведущих американских, английских, канадских, японских и европейских банков. ДС выпускаются на срок от трех до шести месяцев и имеют фиксированную процентную ставку. Существуют ДС и с более длительными сроками обращения и с плавающей процентной ставкой.

С 1 января 1999 г. начался третий этап становления Европейского экономического и валютного союза (ЕСВС) и введения в обращение на территории 11 стран Европы единой денежной единицы евро, возникло новое **валютно-финансовое** объединение — еврозона, где одиннадцать рынков капиталов этих стран преобразовались в объединенный внутренний рынок капиталов Европейского Союза.

В результате произошли важные изменения в структуре и тенденциях развития рынка, в поведении инвесторов и заемщиков на территориях **еврозоны**. Страховые и инвестиционные компании, частные пенсионные фонды и банки, традиционно отдающие предпочтение надежным государственным ценным бумагам, обратили свое внимание на более доходные частные корпоративные ценные бумаги и новые инструменты вторичного рынка долговых обязательств. В свою очередь заемщики, стремясь расширить ликвидную базу, все чаще прибегают к эмиссии облигаций и различных производных ценных бумаг. Прежде всего это касается компаний и ипотечных банков, имеющих надежное обеспечение.

Произошли изменения в валютах, в которых выпускаются ценные бумаги на международном рынке. До 1998 г. основной валютой был доллар (до 70%), однако после перехода к единой европейской валюте объем эмиссии международных ценных бумаг в евро превысил объем выпуска в долларах уже в 1999 г., и этот процесс особенно усилился с 2002 г.

Размещение еврооблигаций происходит преимущественно путем открытой подписки среди неограниченного круга инвесторов через синдикат андеррайтеров. При этом требуется листинг, который проводится на Лондонской или Люксембургской биржах. Листинг требуется по той причине, что многие европейские страны запрещают пенсионным фондам и страховым компаниям приобретать ценные бумаги, не прошедшие листинг на бирже. Вместе с тем торговля этими ценными бумагами осуществляется на внебиржевом рынке.

Если заем рассчитан на небольшую группу инвесторов, он может быть квалифицирован как частное размещение и листинг на фондовой бирже не потребуется.

Национальные нормы регулирования на внебиржевом рынке практически не применяются, однако он жестко регулируется Ас-

социацией участников международного рынка капиталов, правилам и рекомендациям которой обязаны придерживаться все участники.

Поскольку еврооблигации продаются на внебиржевом рынке, то время торгов не фиксированное, хотя Ассоциация участников международного рынка капитала требует, чтобы дилеры вели торговлю в отведенные часы.

Исполнение сделки с середины 1995 г. осуществляется на третий календарный день ($T + 3$) после заключения.

Расчеты по сделкам с еврооблигациями проводятся без физического перемещения бумаг, в виде записей на счетах **депозитарно-клиринговых** систем Euroclear и **Clearstream**.

2.6. Стоимостные характеристики ценных бумаг

Индикатором развития рынка ценных бумаг служит их доходность, а исходной базой для определения доходности облигаций, сертификатов и других ценных бумаг — их цена.

Цена на облигации может быть нарицательной (номинальной), выкупной и рыночной.

Номинальная цена напечатана на облигации (цена эмиссии). Она служит базой для начисления процентов и дальнейших перерасчетов цен.

Выкупная цена — та, по которой эмитент выкупает облигацию. Она может совпадать или не совпадать с номинальной и зависит от условий займа.

Рыночная (курсовая) цена формируется на рынке ценных бумаг и зависит от спроса и предложения на нем.

Для государственных облигаций характерна периодическая выплата дохода в виде процентов. Она осуществляется по купонам — вырезным талонам с обозначенными на них суммами купонной ставки.

Процентная ставка может быть нескольких видов.

1. **Фиксированная ставка** — ее размер точно установлен; обычно она применяется при отсутствии инфляции.

2. **Плавающая ставка**. Облигации с плавающей ставкой выпускаются в условиях инфляции, обесценения денег и утраты кредиторами интереса к облигациям с твердым процентом. Чтобы учесть темпы инфляции, государство начинает выпускать облигации с плавающей ставкой процента (плавающим купоном). В таком случае размер процента по облигациям зависит от уровня ссудного процента.

3. **Ступенчатая процентная ставка**. Изменение ставки процента дифференцировано по годам займа. Приведенный метод установления процентной ставки может сочетаться с индексацией **НОМИНАЛЬ-**

ной (курсовой) стоимости облигаций (повышением ее по мере роста инфляции).

4. *Нулевой купон и миникупон* (беспроцентные и малопроцентные облигации). Когда выпускаются облигации с нулевым купоном, курс эмиссии устанавливается ниже номинального на размер скидки. Облигации с миникупоном представляют собой переходный тип к нулевому купону. Купонный доход у них ниже обычного, но и скидка с эмиссионной цены также меньше, чем у облигаций с нулевым купоном.

Расчет доходности облигаций. При определении доходности облигации прежде всего следует найти ее исходную базу — *номинальную* (нарицательную) цену P_n :

$$P_n = \frac{3}{K},$$

где 3 — сумма займа;

K — количество эмитируемых облигаций.

Цена первичного размещения облигаций, или эмиссионная цена, иногда не совпадает с номинальной. В итоге могут возникнуть два варианта:

- эмиссионная цена меньше номинальной; такая цена называется *дисконтной*, или *ценой со скидкой*;
- цена эмиссии больше номинальной, т.е. ценная бумага *размещена с премией*.

При продаже долгового обязательства на вторичном рынке возникает рыночная цена, *курс* которой представляет собой отношение цены рынка (P_p) к номинальной цене обязательства (P_n):

$$K_u = \frac{P_p}{P_n},$$

где K_u — курс цены.

Приобретая облигацию или сертификат, инвестор покупает их по эмиссионной или курсовой цене, а погашаются они, как правило, по номинальной цене. В зависимости от условий займа эти цены могут не совпадать. Разница между ценой погашения и ценой приобретения ценной бумаги характеризует прирост или убыток капитала за весь срок займа.

Если облигация погашается по номиналу, а куплена была с дисконтом (P_d), то инвестор в итоге имеет *прирост капитала*:

$$D = P_n - P_d, \\ D > 0.$$

Доходность облигации в этом случае выше той, что обозначена на купоне.

Если облигация куплена по цене с премией (P_n), то при погашении этой бумаги ее владелец *терпит убыток*:

$$D = P_n - P_n, \\ D < 0.$$

В этом случае доходность облигации, приобретенной с премией, оказывается ниже цены, указанной на купоне. Облигация может быть приобретена и по номинальной цене, тогда доходность облигации равна купонной.

Перечисленные варианты доходности облигаций позволяют исчислить *показатели годового прироста или убытка капитала*:

$$\Delta D_r = \frac{\Delta D}{t},$$

где D_r — абсолютная величина прироста или убытка капитала за год;

ΔD — абсолютная величина прироста капитала или его убытка за весь срок займа;

t — число лет займа.

Годовая *дополнительная доходность* (I_d), или ставка дополнительного дохода, определяется по формуле

$$I_d = \frac{\Delta D_r}{D_{пр}},$$

где $D_{пр}$ — цена приобретения облигации.

Доходность облигации определяется двумя величинами: купонными выплатами (вознаграждением за предоставленный эмитенту заем) и разницей между ценой погашения и ценой приобретения облигации.

Купонные выплаты проводятся ежегодно (иногда раз в квартал или полугодие); они выражаются в процентах или в абсолютных величинах.

Абсолютная величина годовой доходности (D_r) определяется формулой

$$D_r = \frac{I_c \cdot P_n}{100},$$

где I_c — годовая купонная ставка, %;

P_n — номинальная стоимость облигации.

Купонная текущая доходность рассчитывается по формуле

$$I_c = \frac{D_r}{P_n} \cdot 100.$$

Купонная доходность в значительной степени зависит от срока займа (здесь связь обратная: чем отдаленнее срок погашения облигации, тем выше процент доходности), качества ценной бумаги и в первую очередь от ее надежности.

Для определения доходности ценных бумаг широко используются формулы обыкновенных и точных процентов. Они применяются, в частности, в тех случаях, когда облигация продается не в начале финансового года и выплаты по купону необходимо поделить между прежним владельцем и новым.

При расчете *простых процентов* принимают, что каждый месяц года содержит 30, а год — 360 дней. В этом случае продавцу облигации причитаются выплаты по купону:

$$D_1 = D_r \cdot \frac{P}{360},$$

где $\frac{P}{360}$ — коэффициент обыкновенных процентов ($K_{об}$);

P — число календарных дней от последнего «процентного» дня до дня погашения облигации. «Процентным» днем считается дата выплаты по купону.

Выплаты по купону исходя из *точных процентов* можно определить по формуле

$$D_t = D_r \cdot \frac{P}{365},$$

где $\frac{P}{365}$ — коэффициент точных процентов (K_1).

Применив приведенные формулы, можно определить обе составляющие доходности облигаций: купонные выплаты и разницу между ценой погашения и ценой приобретения облигации. В итоге будут исчислены годовой совокупный доход и совокупный доход за весь срок займа.

Размер *годового совокупного дохода* равен сумме купонных выплат и годового прироста (или убытка) капитала ($D_{с.г}$):

$$D_{с.г} = D_k + D_r.$$

Отсюда *годовая совокупная доходность*, или ставка совокупного дохода, равна

$$I_c = \frac{D_{с.г}}{P_{пр}},$$

где $P_{пр}$ — цена приобретения облигации.

Совокупный доход за весь срок займа можно определить суммированием купонных выплат за все годы и прироста (убытка) капитала за весь срок займа:

$$D_c = D_k + D_{кап} = I_k \cdot P_n + \Delta D_{кап},$$

где D_k — купонный доход за весь срок займа;

$D_{кап}$ — прирост (убыток) капитала за весь срок займа;

I_k — купонная годовая ставка;

P_n — номинальная цена облигации.

Совокупный доход за весь срок займа можно определить иначе, исходя из суммы годового совокупного дохода:

$$D_c \cdot P,$$

где P — число лет займа.

При работе с ценными бумагами важно знать *наращенную стоимость*. Ее можно определить, если к цене погашения добавить выплаты по купонам в течение всего срока займа:

$$C = P_n + I_k \cdot P_n \cdot P = P_n (1 + I_k \cdot P),$$

где C — наращенная стоимость;

P_n — цена погашения (номинальная цена);

I_k — купонная ставка;

P — число лет займа.

Можно исчислить также срок, через который наращенная стоимость достигнет определенной величины или размера купонной ставки:

$$P = \frac{C - P_n}{I_k \cdot P_n}; \quad I_k = \frac{C - P_n}{P_n \cdot P}.$$

Расчет доходности акций. Доходность акции зависит от размера дивиденда (части распределяемой прибыли корпорации), возможности продать бумагу на вторичном рынке по цене большей, чем цена приобретения.

Дивиденд — это часть распределяемой прибыли корпорации (акционерного общества), приходящаяся на одну акцию. Он может выражаться в денежных единицах или в виде процентной ставки. *Процентная ставка* определяется делением абсолютной величины дивидендного дохода на номинальную цену акции:

$$i_d = \frac{I_d \cdot 100}{P_n},$$

где i_d — ставка дивиденда;
 I_d — дивидендный доход;
 P_n — номинальная цена акции.

Текущая доходность акции определяется *рендитом*, или ставкой текущего дохода:

$$R = \frac{I_d}{P_{пр}},$$

где R — рендит акции;
 $P_{пр}$ — цена приобретения акции (эмиссионная или рыночная).

Рендит позволяет определить, сколько денежных единиц дохода получено акционером на каждую инвестированную денежную единицу.

Если акция продана в середине финансового года, сумма дивиденда должна быть поделена между прежним и новым владельцами. При этом расчете можно использовать либо формулу обыкновенных, либо формулу точных процентов.

Доход покупателя:

- по формуле обыкновенных процентов

$$D_{об} = \frac{I_r \cdot t}{365(366)};$$

- по формуле точных процентов

$$D_r = \frac{I_r \cdot t}{365(366)},$$

где $D_{об}$ — доход покупателя по формуле обыкновенных процентов;
 D_r — доход покупателя по формуле точных процентов;
 I_r — годовой размер дивиденда;
 t — число дней от даты приобретения акции до даты очередной выплаты дивиденда.

Помимо дивиденда источником дохода может быть разница между ценой приобретения и ценой продажи, если курс акции растет.

Дополнительный доход (убыток) при продаже акции можно определить в абсолютных денежных единицах и процентах.

Абсолютная величина дополнительного дохода (убытка) равна разнице между курсовой ценой (ценой продажи) акции и ценой ее приобретения:

$$D_d = P_k - P_{пр},$$

где D_d — дополнительный доход;
 P_k — курсовая цена акции (цена продажи);
 $P_{пр}$ — цена приобретения акции.

Дополнительный доход в процентах можно исчислить, поделив абсолютную величину дополнительного дохода на цену приобретения акции (эмиссионной или рыночной):

$$i_d = \frac{D_d}{P_{пр}}.$$

Определив дивиденд и дополнительный доход, можно найти совокупный, или конечный, доход:

$$D_c = I_d + D_d.$$

Отсюда совокупная, или конечная, доходность в процентах (ставка совокупного дохода) равна

$$I_c = \frac{D_c}{P_{пр}}.$$

Приведенные формулы для определения доходности акций и облигаций позволяют не только исчислить доходы от имеющихся у инвестора ценных бумаг, но и использовать их при формировании портфеля ценных бумаг, выборе наилучшей его структуры (диверсификации), поскольку вложения средств в ценные бумаги не только приносят доходы, но и связаны с определенным риском. При выработке инвестиционной стратегии и тактики может быть использован богатый мировой опыт применения различных методов оценки будущей стоимости инвестиций. Для выбора наиболее эффективных и надежных направлений вложения средств в фондовые инструменты в мировой практике широко используются фундаментальный и технический анализ, т.е. изучение состояния экономики и фондового рынка в целом, а также оценка потенциала различных ценных бумаг с помощью ряда перечисленных качественных показателей.

Глава

3

Операции с производными ценными бумагами на срочном рынке

3.1. Сущность деривативов.

Понятие «срочные рынки»

В структуре современного рынка ценных бумаг важное значение имеет срочный рынок, или рынок производных ценных бумаг. Название производных ценных бумаг связано с тем, что **выполнение** обязательств по ним предполагает проведение операций с другими ценными бумагами, товарами или валютой, которые составляют их базисный актив. В теории и практике эти ценные бумаги часто называют **деривативами**.

К определяющим особенностям производных ценных бумаг относятся следующие:

1) формирование цен на эти производные ценные бумаги основывается на ценах реальных базисных активов, которые должны быть поставлены в будущем в соответствии с условиями данного контракта;

2) операции с этими ценными бумагами дают возможность инвесторам всех видов получать прибыль при минимальных вложениях и с меньшими рисками по сравнению с базисными активами;

3) операции с производными ценными бумагами имеют срочный характер — выполнение обязательств контрагентов должно произойти в определенный срок в будущем, и их обращение имеет ограниченный срок (от нескольких дней до нескольких месяцев) по сравнению с базисными активами.

Производная ценная бумага — это договор (контракт) между двумя контрагентами о купле-продаже в будущем какого-либо актива по определенной в момент заключения договора цене.

К производным ценным бумагам относятся: форварды, фьючерсы, опционы, свопы, базирующиеся на финансовых и товарных активах, т.е. на валюте, процентах, акциях, индексах, товарах. К этому виду

ценных бумаг можно отнести и депозитарные свидетельства (расписки), подписные права, варранты, конвертируемые облигации, которым **присущи** не все свойства производных ценных бумаг. Кроме того, **существуют** и производные ценные бумаги второго порядка: опционы на фьючерсы, опционы на свопы, различные гибридные контракты.

Следует различать производные ценные бумаги, связанные с финансовым рынком и основанные на финансовых активах (финансовые фьючерсы, опционы и т.д.), и ценные бумаги, связанные с товарными рынками и основанные на товарах (товарные фьючерсы, опционы и т.д.). Здесь мы будем рассматривать производные ценные бумаги, базирующиеся на **финансовых** активах.

Цены производных ценных бумаг определяются в зависимости от цен базовых активов. Производная ценная бумага представляет собой контракт, в соответствии с которым осуществляется срочная сделка, по которой должен поставляться актив в оговоренные сроки. Цены на актив в срочных контрактах — это цены срочного рынка. Сделки, согласно которым актив поставляется немедленно в течение одного-двух рабочих дней, называют **кассовыми**, или **спотовыми**, рынок таких сделок — **кассовым**, или **спотовым**. Цена актива, фигурирующая в **спотовых** (кассовых) сделках, называется **спотовой** (кассовой) ценой.

В связи с тем что поставка актива на срочном рынке должна осуществляться через определенное время (от нескольких дней до полугода), участники срочного рынка имеют возможность продать контракт на поставку в данный момент несуществующего актива, т.е. возможность купить или продать контракт не зависит от наличия или отсутствия актива. В отличие от этого на спотовом рынке нельзя продать несуществующий актив, так как он должен быть в наличии.

Для обозначения участников срочного рынка — покупателей или продавцов используется специальная терминология. Если участник срочного рынка покупает контракт, то говорят, что он **открывает** или **занимает длинную позицию**. Если же участник продает контракт, то говорят, что он **занимает** или **открывает короткую позицию**. Следовательно, и покупка и продажа на срочном рынке — открытие позиции. **Закрыть** позицию можно с помощью противоположной сделки. Если у участника открыта короткая позиция (продажа контракта), он может ее закрыть путем открытия длинной **позиции** (покупки контракта). Сделка, с помощью которой закрывается **открытая** позиция, называется **офсетной**.

Срочный рынок этих ценных бумаг состоит из биржевого и **внебиржевого**. На **биржевом** срочном рынке торгуются фьючерсные и опционные контракты, депозитарные расписки, варранты, на **внебиржевом** — форвардные, опционные и своп-контракты, депозитарные расписки, варранты, опционные свидетельства.

Исходя из целей и тактики поведения участники срочных рынков делятся на три категории: спекулянтов, хеджеров и арбитражеров.

Спекулянты — участники срочного рынка, стремящиеся получить прибыль за счет разницы в курсах финансовых инструментов, которая может возникнуть в будущем. Прибыль спекулянта зависит от того, насколько эффективно он прогнозирует изменение цены на базовые активы. При этом он может открывать позиции как на долгий период времени, так и на короткий. В первом случае он ориентируется на долгосрочные тенденции движения цены, во втором — на изменение цены в течение относительно короткого периода времени.

Спекулянтов относят к важным участникам срочного рынка, так как они увеличивают ликвидность срочных контрактов, а также принимают на себя риск изменения цены, который перелагают на них другие неотъемлемые участники срочного рынка — хеджеры.

Хеджеры участвуют в срочной торговле с целью заранее установить уровень цен, по которым они в перспективе собираются совершить сделку с определенным финансовым активом, а также застраховать на срочном рынке уже приобретенные активы на спотовом рынке.

Существует множество стратегий хеджирования. Но общей чертой всех стратегий хеджирования является то, что хеджер готов уменьшить свою потенциальную прибыль для того, чтобы защититься от возможной неблагоприятной для него динамики цен.

Арбитражер — это участник срочного рынка, цель которого — получение прибыли за счет одновременной покупки и продажи одного и **того** же актива на разных рынках, если на них наблюдается разная динамика цен. Примером может служить покупка-продажа актива на спотовом рынке и продажа (покупка) соответствующей ему ценной бумаги (фьючерсного контракта). В целом арбитражная операция позволяет игроку получить прибыль с минимальным риском и при этом не требует инвестирования. Кроме того, осуществление арбитражных операций в определенной степени нивелирует цены на одни и те активы на разных рынках.

История развития производных ценных бумаг насчитывает несколько столетий. Вначале этот рынок был представлен форвардными контрактами, которые заключались производителями сельскохозяйственной продукции под будущий урожай. Покупатели контрактов авансировали часть их затрат.

С 1751 г. ведется торговля срочными контрактами на продовольственные товары (зерно, скот и т.д.) на Нью-Йоркской продовольственной бирже. В 1848 г. основана крупнейшая в мире биржа срочных контрактов — Чикагская торговая палата (Chicago Board of Trade — СВOT). На этой бирже с 1865 г. начали применять обезличенные контракты.

В 1972 г. на Чикагской торговой бирже (Chicago Mercantile Exchange — CME) впервые оформлены контракты по валютным курсам, характерной особенностью которых стала стандартизация количества, качества и сроков поставки. В 1975 г. началось заключение контрактов по ставкам процента в Чикагской торговой палате. В 1982 г. на ряде американских бирж были введены фьючерсы на фондовые индексы, в **1982—1983** гг. — опционы на фьючерсные контракты.

В 1982 г. открыта Международная лондонская биржа финансовых фьючерсных сделок (The London International Financial Futures Exchange, **LIFFE**), а в конце 1990 г. — Немецкая биржа срочных контрактов во Франкфурте (die Deutsche Terminal **Borse** — DTB).

Крупнейшие биржи деривативов расположены в США и Европе. Оборот каждой из крупнейших биржевых площадок **превышает** 250 млн контрактов в год. Торгуемые финансовые инструменты, как правило, основаны на национальных базисных активах и позволяют организовать в рамках национальных экономик эффективное управление рисками. Более двух третей биржевых деривативов на акции и фондовые индексы заключается хеджерами.

Основным мировым биржевым центром по торговле этими инструментами стал Чикаго. В городе действуют три торговые площадки — Чикагская торговая палата, биржа опционов и товарная биржа. На них ежегодно заключается до **400—450** тыс. различных срочных контрактов, что составляет **40—45** % общего мирового объема.

Среди других центров выделяется Токио, где имеются две биржи: международная финансовая фьючерсная и фондовая.

В европейских странах действуют, как правило, одна или две биржи производных инструментов, в том числе в Германии (Немецкая срочная биржа), во Франции (Биржа финансовых фьючерсных контрактов), в Великобритании (Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов), Швеции (Рынок опционов Стокгольма).

На многих финансовых биржевых рынках объемы торговых операций с производными финансовыми инструментами заметно превышают оборот по обычным операциям на наличный товар.

В России в 1990-е годы первые торги фьючерсными контрактами на доллар США провела Московская товарная биржа. В **1992** г. ею были приняты Временные правила фьючерсной торговли. Позднее появились фьючерсы на ГКО.

Августовский кризис 1998 г. фактически привел к тому, что рынок срочных контрактов перестал существовать, однако с конца 1999 г. началось его постепенное восстановление. Лидером сначала была фондовая биржа «Санкт-Петербург», затем эстафету приняла и срочная секция Московской межбанковской валютной биржи (подробнее российский срочный рынок будет рассмотрен **ниже**).

В настоящее время рынок производных финансовых инструментов — один из наиболее динамично развивающихся сегментов финансового рынка в мире.

Мировой рынок товарных и финансовых деривативов — один из наиболее динамично развивающихся элементов западной экономики. В настоящее время он представлен биржевым и внебиржевым рынками, конкуренция между которыми дает дополнительные стимулы роста. По данным Международного валютного фонда, в настоящее время преобладает внебиржевой рынок, его доля в суммарной номинальной стоимости контрактов в обращении превышает 85%. Вместе с тем средние обороты на биржевом и внебиржевом рынках приблизительно совпадают, что объясняется многократной перепродажей биржевых контрактов.

Основной тип контрактов, заключаемых на внебиржевом рынке, — краткосрочные валютные свопы, на биржевом рынке — процентные контракты (фьючерсы и опционы на государственные облигации и депозитные ставки).

Объем торговли товарными фьючерсами стабилен и составляет около 300 млн контрактов год, общий объем биржевой торговли товарными деривативами не превышает 15%. В отличие от них сектор финансовых деривативов имеет устойчивую тенденцию к росту.

К середине 1990-х годов совокупная стоимость (по номиналу) обращающихся производных финансовых инструментов на мировом рынке достигла **14 трлн долл.**, в том числе на рынке свопов — 2,3 трлн. В настоящее время рынок деривативов стал самым крупным сегментом рынка ценных бумаг в Европе и Америке. По данным МВФ, дневной объем сделок на этом рынке превышает 2 трлн долл.

Номинальная стоимость всех обращающихся производных финансовых инструментов на мировом рынке на конец 2005 г. составила более 300 трлн долл., в том числе на рынке свопов — 54,7 трлн при ВВП американской экономики в 12,5 трлн, а мировой — около 50 трлн **долл.**¹

3.2. Форварды и фьючерсы

На мировом рынке ценных бумаг обращаются четыре основные группы производных финансовых инструментов: фьючерсы; опционы; форварды; свопы. Эти ценные бумаги взаимно дополняют друг друга и одновременно конкурируют между собой.

Форварды (форвардный контракт). Это договор между продавцом и покупателем о купле-продаже конкретного товара в заранее оговоренный срок. Форвардный контракт — это твердая сделка, т.е. сделка, обязательная для исполнения. Отказ одного из контр-

агентов от исполнения влечет за собой штрафные санкции. **Форвардные** контракты заключают между собой торговые и производственные компании.

Предметом соглашения могут быть различные активы, например акции, облигации, валюта и т.д. Распространены форвардные контракты на покупку и продажу валюты между банками и их клиентами. Контрагент, который обязуется поставить по контракту актив, открывает *короткую позицию*, т.е. продает форвардный контракт. Контрагент, приобретающий актив, открывает *длинную позицию*, т.е. покупает контракт.

Содержание контракта, т.е. количество поставляемого актива, его цена зависят от договоренности между покупателем контракта. Форвардный контракт всегда индивидуален, это договор с нестандартными параметрами, поэтому вторичный рынок для него практически отсутствует. Если лицо, открывшее форвардную позицию, хочет от нее отказаться, оно может это сделать только с согласия своего контрагента. Важно и то, что заключение контракта не требует от контрагентов значительных расходов (кроме накладных расходов, связанных с оформлением сделки, и комиссионных, если форвард заключается с помощью посредника).

Форвардные контракты заключаются, как правило, для осуществления реальной продажи или покупки активов, в том числе в целях страхования поставщика или покупателя от возможного неблагоприятного изменения цены. Однако этот **вид** контракта имеет недостатки, связанные, во-первых, с затрудненностью передачи взятых на себя обязательств третьему лицу, во-вторых, с высокой вероятностью неисполнения обязательств одним из контрагентов в случае резкого колебания цен на товар или в случае изменения финансового положения контрагента в период до исполнения контракта.

Форвардный контракт может заключаться в целях игры на разнице курсовой стоимости активов. Лицо, открывающее длинную позицию, рассчитывает на рост цены базисного актива, а лицо, открывающее короткую позицию, — на ее понижение. Так, получив акции по одной цене, инвестор продает их на спотовом рынке по более высокой цене спот (конечно, если его расчеты были сделаны правильно и курс актива повысился).

Форвардный контракт на валюту — это договор купли (продажи) определенного количества иностранной валюты по обменному **курсу**, определенному в момент заключения сделки, в оговоренный период в будущем. Обменный курс, зафиксированный в контракте, называется форвардным курсом; он может отличаться от **спот-курса валюты**, т.е. от первичного курса.

¹ The Economist. 2006. Sept. V. 28.

Если форвардный валютный курс превышает спот-курс, то по сложившейся практике валюта котируется с премией, если форвардный курс ниже спот-курса, валюта котируется со скидкой. Форвардные контракты — распространенные инструменты управления операционными валютными рисками. Обычно банки заключают форвардные контракты на срок до 1 года, но в последнее время наметилась тенденция к увеличению срока форвардов.

Процентные форвардные контракты. Форвардные процентные контракты, или соглашения о будущей процентной ставке (Forward Rate Agreements, FRA), — это соглашения о кредите или займе с условной поставкой определенного количества денежной массы в будущем по процентной ставке, установленной в момент заключения контракта. В отличие от валютных форвардов по процентному форварду поставка денег не осуществляется, фактически с помощью FRA только фиксируется процентная ставка.

Пример. Инвестиционный фонд предполагает через t мес. взять кредит на под $r\%$ годовых в объеме N руб., но есть вероятность, что через t мес. процентные ставки поднимутся. Чтобы хеджировать себя от повышения процентной ставки, фонд заключает соглашение FRA (покупает FRA) с коммерческим банком, по которому он условно берет на себя обязательства по получению кредита в N руб. под $r\%$ годовых на срок t мес. Если через t мес. процентная ставка r повысится и станет $(r + \Delta r)$, то банк-продавец будет обязан заплатить покупателю FRA (фонду) $\Delta r\%$ годовых с t -месячного кредита в N руб., т.е. фонд получит сумму

$$S = \frac{N \cdot \Delta r \cdot t}{100 \cdot 365}.$$

Если же процентная ставка понизится на Δr , то покупатель FRA платит эту же разницу контрагенту. При увеличении процентной ставки фонд, получив доход по FRA, компенсирует им дополнительные затраты на обслуживание ее будущего кредита под возросшую процентную ставку. При понижении процентной ставки фонд потеряет t FRA, но получит кредит под меньший процент $(r - \Delta r)$ по сравнению с тем, который фонд рассчитывал получить. В обоих случаях фонд не получит дохода, но и, что важно, не понесет убытков. Если бы форвардная сделка не была заключена, то в одном случае фонд имел бы доход, в другом — понес бы убытки. В данном случае FRA использовался для характерной хеджерской операции, которая преследовала цель уменьшить риск возможных убытков. ♦

Форвардный контракт на ценные бумаги представляет собой договор между двумя контрагентами о купле-продаже в будущем цен-

ных бумаг по цене, зафиксированной в момент заключения контракта. Активом такого контракта чаще всего являются акции или облигации.

Цена этого вида форварда на определенную ценную бумагу формируется на основе текущей спотовой цены P в момент заключения контракта с учетом возможных доходов, которые получил бы владелец ценной бумаги, если бы вложил свои средства в банковский депозит.

Если срок контракта меньше года, то форвардная цена ценной бумаги составит

$$P_f = P (1 + rt/365),$$

где r — действующая годовая процентная ставка;

t — срок контракта, если срок контракта больше года.

Если срок контракта больше года, то форвардная цена ценной бумаги определяется по другой формуле:

$$P_f = P (1 + r)^{t/365}.$$

В том случае, когда активом являются акции, при определении форвардной цены учитываются дивидендные выплаты.

Фьючерсы (фьючерсный контракт). К сказанному в гл. 2 добавим, что, хотя в контракте определяется цена покупки, актив до даты поставки не оплачивается. Участники сделки несут ответственность за обязательное выполнение условий контракта. Заключение фьючерсного контракта, как правило, не преследует цели реальной поставки товара. Мировая статистика говорит о том, что не более 5% таких контрактов заканчиваются реальной поставкой.

В отличие от форвардного фьючерсный контракт — биржевой. Биржа сама разрабатывает его условия, стандартные для каждого конкретного вида товара. Здесь строго и заранее определены качество, объем контракта, время, место и способ поставки. Единственная переменная — цена.

Так как по своим условиям фьючерсные контракты одинаковы. Для всех, это делает их высоколиквидными, поэтому для них существует широкий вторичный рынок.

Каждая биржа, торгующая фьючерсными контрактами, имеет дилеров, в **обязанности** которых входит формирование рынка (market-making), т.е. постоянная покупка и продажа фьючерсов. Поэтому любой из участников фьючерсной сделки уверен, что всегда сможет **купить** или **продать** любое количество фьючерсных контрактов.

Безусловное исполнение фьючерсного контракта гарантируется расчетной палатой биржи. Это и делает его высоколиквидным финансовым инструментом. В настоящее время в мире насчитывается

свыше 60 различных биржевых товаров, по которым заключаются фьючерсные контракты. Их условно можно разбить на четыре основные группы: в сельскохозяйственной продукции и металлов, ценных бумаг (в основном с облигациями), иностранной валюты и биржевых индексов. В общей массе фьючерсных контрактов более половины занимают процентные фьючерсы, четверть — товарные и приблизительно седьмую часть фьючерсы на фондовые индексы.

Отражением ожиданий инвесторов относительно будущей цены базисного актива является фьючерсная цена, которая фиксируется при заключении фьючерсного контракта. Она может быть **выше** или ниже цены базисного актива в текущий момент (цены спот). Ситуация, при которой фьючерсная цена выше цены спот, называется **контанго**, ниже — **бэквордэйшн**.

У фьючерсов и форвардов есть общие черты, но есть и существенные отличия (табл. 3.1).

Таблица 3.1. Сравнительные характеристики фьючерсного и форвардного контрактов

Характеристика	Фьючерс	Форвард
Условия	Стандартизирован по количеству базисного актива, месту и срокам поставки, срокам и форме расчетов, применяемым штрафным санкциям и т.д. Единственный нестандартизированный параметр — цена базисного актива	Не стандартизован; все условия оговариваются контрагентами
Место заключения и обращения	Биржевой договор, обращающийся на данной бирже	Внебиржевой договор между двумя контрагентами; не обращается
Гарантии исполнения	Полнота и своевременность расчетов гарантируются биржей	Гарантируется только контрагентом
Базисный актив	Перечень активов ограничен правилами ведения фьючерсных торгов данной биржи	Определяется контрагентами
Цель	Получение прибыли от разницы в ценах	Покупка или продажа в будущем базисного актива
Прекращение обязательств	В любой период до истечения срока контракта посредством заключения другой сделки противоположной этой (офсетная сделка)	Необходимо взаимное согласие контрагентов

В зависимости от вида базисного актива, который лежит в основе финансового фьючерса, существует три основных типа фьючерсов: процентные, валютные и на фондовые индексы.

Процентные фьючерсы — фьючерсные контракты, основанные на долговых ценных бумагах. На американском рынке самыми распространенными процентными фьючерсами являются фьючерсы на векселя, а также средне- и долгосрочные облигации Казначейства США, 30-дневные процентные ставки.

Цена на фьючерс, базис которого составляет краткосрочный процент, определяется следующим образом. Зафиксированная в контракте процентная ставка — 100. Масштаб движения цены контракта — базовый пункт (тик), равный **0,01%**. Каждый базовый пункт по существующим типам контрактов имеет одну и ту же абсолютную стоимостную величину:

$$Ц_{бп} = (Б_п \cdot Н_к \cdot С_к) : 12,$$

где $Ц_{бп}$ — стоимостная оценка базового пункта;

$Б_п$ — базовый пункт (тик; равен 0,0001);

$Н_к$ — стандартный номинал контракта;

$С_к$ — стандартный срок исполнения контракта (в месяцах).

В тех фьючерсах, базис которых составляет долгосрочная процентная ставка, цена определяется по определенному правилу. Величина процента, сложившегося на рынке наличных сделок, — 100. Масштаб цен — не 0,01%, а 1/32 от каждых 100 единиц номинала. Формула расчета имеет следующий вид:

$$Ц_{бп} = 1/32 \cdot 0,01 \cdot Н_к.$$

Валютные фьючерсы — фьючерсные контракты, базисом которых является иностранная валюта. В основе ценообразования валютных фьючерсов лежит динамика валютного курса. Цена фьючерсного контракта выражается в долларах на единицу валюты.

Цена базового пункта определяется следующим образом:

$$Ц_{бп} = С_3 \cdot Н_к,$$

где $Ц_{бп}$ — стоимость базового пункта в долларах на единицу национальной валюты;

$С_3$ — стандартное значение базового пункта, установленное биржей в долларах на единицу валюты.

Специфика валютных фьючерсов проявляется в том, что они, как и форвардные контракты, фиксируют стоимость определенной валюты до ее поставки в определенный в контракте срок в будущем. Но в отличие от форвардных фьючерсные контракты стандартизованы и торгуются на биржевом рынке. Главное преимущество

фьючерсных контрактов перед форвардными состоит в их ликвидности, т.е. возможности продажи или покупки на биржевом рынке. Важно и то, что инвесторы могут получить значительную прибыль при хеджировании с помощью финансовых фьючерсов.

Фьючерсные контракты дают значительное преимущество участникам валютного рынка:

- определение цены, т.е. участники рынка, проводящие хеджирование, и спекулянты взаимодействуют, чтобы определить будущую цену какой-либо валюты;
- ликвидность — способность участников рынка осуществлять куплю-продажу в любое время, когда рынок открыт для торговли;
- защиту клиента, которая осуществляется введением принудительных обменных правил.

Стандартизированные фьючерсные контракты содержат определенные параметры, устанавливаемые биржей: единицу товара или объем контракта, сроки исполнения, минимальное изменение цены, метод котировки цены, пределы цены, обеспечение или требования маржи, заранее определенную дату окончания торговли, расчетную дату.

Фьючерсы на фондовые индексы — это контракты, основанные на показателях, характеризующих динамику фондового рынка. В США наиболее распространены фьючерсы на индекс Standard & Poor's 500 и агрегированные индексы Нью-Йоркской фондовой биржи и Value Line.

Заключение фьючерсных сделок на фондовые индексы получило в последние годы значительное распространение. Этот вид фьючерса является контрактом о купле-продаже предполагаемого пакета ценных бумаг, сформированного из акций крупнейших компаний, чья рыночная стоимость при суммировании определяет величину биржевых индексов.

Инвесторы, считающие, что их прогнозы по динамике будущих цен на определенный актив сбудутся, имеют возможность заключить фьючерсный контракт. Но это для них рискованно, так как, если прогноз не оправдается, по условиям фьючерсов они не смогут отказаться от выполнения сделки. Ограничить свой риск инвестор может с помощью заключения опционной сделки.

3.3. Опционы и свопы

Опционы. Опцион — это ценная бумага, представляющая собой контракт, покупатель которого приобретает право купить или продать актив по фиксированной цене в течение определенного срока либо отказаться от сделки, а продавец обязуется по требованию

контрагента за денежную премию обеспечить реализацию этого права. Опцион дает право выбора (option), это и дало название данной ценной бумаге.

В настоящее время на развитых фондовых рынках опционные контракты заключаются на различные товары, валюту, ценные бумаги (включая производные), фондовые индексы. Резкий рост опционных рынков начался после 1973 г. На рынке опционов доминируют инструменты с базисными активами в виде акций (около 60% в общем объеме торговли) и фондовых индексов (около 25 %). В настоящее время в США опционные контракты заключаются более чем по 500 акциям. Большинство финансовых институтов в своей практической деятельности при работе с портфелями клиентов используют опционы. Если есть возможность купить на рынке подходящий по размеру и срокам опцион, то компании используют ее для снижения риска, связанного с открытыми позициями при управлении портфелем.

Существуют опционы биржевые и обращающиеся на внебиржевом рынке. Сложилась определенная терминология опционных сделок. Цена, по которой исполняется опцион, называется *ценой исполнения*, или ценой страйк. *Покупатель* опциона (*держатель* опциона) — сторона договора, приобретающая право на покупку или продажу базисного актива либо на отказ от сделки. *Продавец* (*написатель* опциона) — сторона договора, обязанная поставить или принять предмет сделки по требованию покупателя.

Покупатель опциона уплачивает продавцу опционную премию — цену приобретения опциона. Премия состоит из двух составляющих — внутренней и временной стоимостей; внутренняя — это разность между текущим курсом актива и ценой исполнения опциона, внешняя — разность между суммой премии и внутренней стоимостью опциона.

Инвестор должен определить цену опциона, это достаточно сложная экономическая задача. Для расчетов теоретической стоимости опционов применяются сложные математические расчеты. Наибольшее распространение в практике получили две модели определения премии — биномиальная (БОРМ) **Кокса—Росса—Рубинштейна** и **Блэка—Шоулза**. В последние годы основная модель расчета цены опциона на биржах США, — биномиальная аппроксимация **Кокса—Росса—Рубинштейна** к модели **Блэка—Шоулза**, которая позволяет увеличить точность в результате устранения определенных допущений этой модели.

В зависимости от сроков исполнения выделяют виды опционов:

- европейский, при котором реализация заложенного в нем права возможна только при наступлении указанного в опционе срока исполнения обязательств;

- **американский**, при котором держатель опциона может реализовать свое право в любое время в пределах опционного срока.

Кроме того, в зависимости от того, какие права приобретает покупатель, бывают опционы пут (put) и колл (call) (см. гл. 2).

В связи с тем что цена базисного актива на определенный товар на наличном рынке постоянно колеблется, соотношение цены спот и цены исполнения опциона, как правило, не совпадает. Исходя из этого в биржевой практике выделяются опционы:

- без выигрыша («при деньгах»), который при немедленном исполнении не окажет ни позитивного, ни негативного воздействия на финансовое состояние инвестора;
- с проигрышем («без денег»), который в случае его немедленного исполнения приведет инвестора к финансовым потерям;
- с выигрышем («в деньгах»), который в случае его немедленного исполнения принесет инвестору прибыль.

Опционы исполняются, если на момент исполнения они являются опционами с выигрышем.

Существует большое количество различных опционных торговых стратегий. Наиболее распространены так называемые синтетические стратегии: сочетание купли (продажи) опционов с куплей (продажей) базисных активов, например облигаций. Этот тип стратегий дает возможность инвесторам страховать свои позиции от высокого риска.

С помощью опционов инвестор может также страховать от роста или падения цены конкретного интересующего его актива. Если вкладчик хеджирует свою позицию от роста цены актива, следует купить опцион колл или продать опцион пут. Во втором случае инвестор страхует только на величину премии, полученной от продажи опциона пут.

Как покупатели, так и продавцы опционов должны иметь соответствующие гарантии по исполнению опциона. В связи с этим биржи устанавливают при торговле опционами залоговые требования — систему защиты от действий продавца, известную под названием «маржа». Более того, брокерским компаниям разрешено устанавливать по их желанию еще более строгие требования к их клиентам.

Свопы. Свопы представляют собой соглашения между двумя сторонами о проведении в будущем обмена базовыми активами или платежами по этим активам в соответствии с определенными в контракте условиями. Свопы бывают валютные, процентные, фондовые (индексные) и товарные.

Свопы образовались на основе так называемых параллельных или компенсационных займов, существовавших в **1960-х—1970-х** годах как средство зарубежного финансового инвестирования в усло-

виях валютных ограничений. Первый валютный своп был разработан в Лондоне в 1979 г. В 1981 г. Salomon Brothers при участии Мирового банка и компании IBM сконструировала процентный своп, который получил большое распространение. Объем рынка валютных и процентных свопов к концу 1990-х годов составлял более 12 трлн долл.

Свопы имеют ряд существенных преимуществ для инвесторов, главное из которых — возможность инвесторам снизить валютные и процентные риски, получать прибыль на разницу между процентными ставками в разных валютах, снижать расходы по управлению портфелем ценных бумаг. Свопы дают возможность снижать **транзакционные** издержки, имеют более продолжительные сроки, чем форвардные контракты. Расширение практики использования свопов основано на «принципе сравнительных преимуществ», которые позволяет контрагентам значительно снижать сумму обслуживаемого долга и получать доходы за счет эффективного использования рыночных механизмов, условий займов и информационных ресурсов.

Все виды свопов — это внебиржевые контракты, они не обращаются на бирже, и их ликвидность обеспечивают специальные посредники — банки (которые часто называют **своповыми** банками) и дилеры. Особенностью этих видов производных ценных бумаг является то, что их обращение не регламентируется государством, основное место на рынке свопов занимают банки, участвующие в этих сделках.

Валютный своп представляет собой обмен номинала и фиксированного процента в одной валюте на номинал и фиксированный процент в другой валюте. В этом случае валютный своп включает три вида денежных потоков:

- обмен денежной наличностью на начальной стадии;
- периодические процентные выплаты сторонами друг другу на протяжении всего срока соглашения о свопе;
- повторный обмен основной суммой по окончании срока действия свопа.

Процентный своп представляет собой соглашение между сторонами о взаимных упорядоченных платежах, определяемых на основе оговоренных процентных ставок и взаимно согласованной контрактной суммы. Сущность этого вида свопа состоит в обмене долгового обязательства с фиксированной процентной ставкой на обязательство с плавающей ставкой. В качестве плавающей ставки в свопах чаще всего используется ставка LIBOR. Стороны при этом обмениваются только процентными платежами, а не номиналами. Как правило, срок соглашения обычно колеблется от двух до 15 лет.

Индексный (фондовый) своп начал обращаться на рынке с 1989 г., его специфика проявляется в том, что реальный обмен активами не

осуществляется, и базисным активом служит оговоренная условная сумма денег. Чаще всего в основе сделки участвует актив с фиксированной ставкой процента, например на портфель облигаций, на портфель акций, доходность которого привязана к динамике определенного сторонами фондового индекса. Покупатель индексного свопа получает доход, если темп роста фондового индекса и рост доходности по акциям превышает фиксированные проценты по портфелю облигаций. Действие такого контракта может составлять несколько лет, а расчет проводится ежемесячно или ежеквартально.

Наряду с процентными и валютными существуют и другие виды свопов:

- своп активов — обмен активами с целью создать синтетический актив, который бы принес более высокий доход;
- своп-опцион — особый финансовый инструмент, производный от свопа, имеющий отдельные свойства опциона. Покупатель своп-опциона приобретает право вступить в своп в определенный момент (или через временные промежутки) и на твердо фиксированных условиях.

Распространены свопы с ценными бумагами. Они позволяют инвестиционным институтам не только оптимизировать (диверсифицировать) свои фондовые активы, но и осуществлять концентрацию пакета ценных бумаг конкретного эмитента на определенную дату, например на дату проведения годового собрания.

Ранее сделки своп заключались непосредственно на индивидуальных условиях участников сделки. К настоящему времени стала формироваться определенная стандартизация по срокам и условиям сделок, возникла и конкуренция на этом рынке. Стали заключаться и трехсторонние свопы, в которых участвует банк-посредник, через который и осуществляются платежи. Такой посредник принимает на себя кредитный риск.

3.4. Депозитарные расписки

Среди производных ценных бумаг значимое место занимают депозитарные расписки, основанные на акциях (рис. 3.1). Возникновение и обращение депозитарных расписок (американские депозитарные расписки, ADP) связано с тем, что по действующему законодательству многих стран существует ограничение на обращение иностранных ценных бумаг и в тех случаях, когда инвесторы (юридические или физические лица) хотят приобрести акции иностранной компании, они могут это сделать через покупку эмитируемых депозитарных расписок.

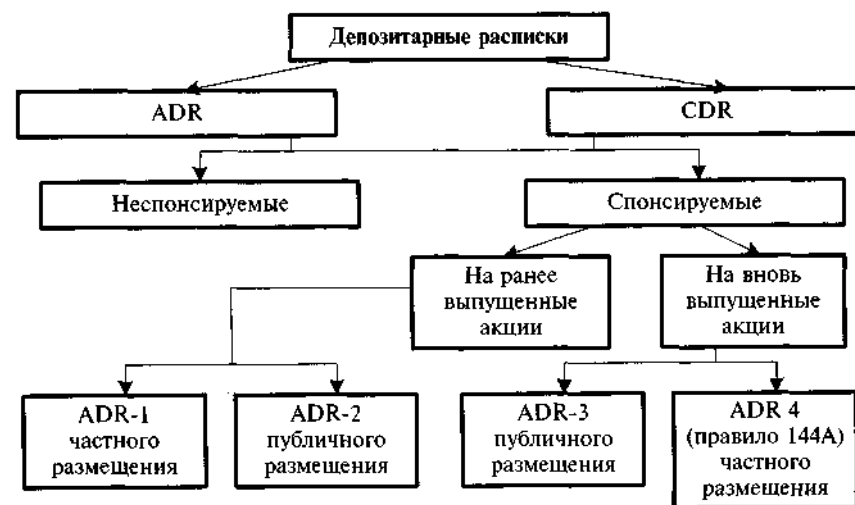


Рис. 3.1. Виды депозитарных расписок

Депозитарная расписка — это обращающаяся на фондовом рынке данной страны производная ценная бумага, свидетельствующая о владении акциями иностранной компании, депонированными в депозитарном банке, который выпустил данные расписки на эти акции в форме сертификатов или в бездокументарной форме.

Фактически депозитарные расписки — это не прямое владение акциями иностранных компаний.

На международных фондовых рынках ценных бумаг существует два вида депозитарных расписок:

- GDR (global **depository** receipt) — глобальные депозитарные расписки, операции с которыми могут осуществляться в нескольких странах;
- ADR (american depository receipt) — американские депозитарные расписки, которые допущены к обращению только на американском фондовом рынке.

Впервые этот инструмент был применен в 1927 г. банком JP Morgan для Selfridge Provincial Stores Limited (Англия). Появление этой ценной бумаги было вызвано ограничением английского законодательства на вывоз английских акций за границу и стремлением американцев инвестировать в эти акции. С тех пор депозитарные расписки используются для облегчения процесса инвестирования в корпоративные иностранные ценные бумаги. Наибольшее развитие рынок депозитарных расписок получил в **1980—1990-е** годы с процессами интеграции мирового капитала, усилением взаимосвя-

зи и взаимозависимости национальных рынков ценных бумаг формированием мирового фондового рынка, стремлением инвесторов получать доходы на рынках ценных бумаг развивающихся стран.

К настоящему времени на мировом фондовом рынке обращаются более **1100** выпусков депозитарных расписок на акции различных эмитентов, основная часть которых представлена компаниями из развивающихся стран, в том числе и российскими. Рынки таких расписок — развитые фондовые рынки США и Европы, отличающиеся большой ликвидностью. Выпуск расписок позволяет иностранным компаниям организовать обращение/размещение своих ценных бумаг на торговых площадках Нью-Йорка, Лондона, Франкфурта-на-Майне и др.

Использование системы выпуска (ADR/GDR) для акционерной компании создает определенные преимущества: формирование позитивного имиджа как у иностранных, так и у отечественных инвесторов, так как в программе выпуска депозитарных расписок участвуют наиболее известные и надежные банки; привлечение зарубежных портфельных инвесторов для реализации инвестиционных проектов; увеличение спроса на акции и, как следствие, рост курсовой стоимости акций на внутреннем рынке.

Выпуск депозитарных расписок привлекателен и для инвесторов: снижаются правовые риски, так как, например, выпуск и обращение ADP и GDR регулируются правом США, а исполнение обязательств по распискам — применимым правом, т.е. правом государства, где находится инвестор или обращаются ценные бумаги, увеличивается потенциальная возможность получать существенные доходы на росте курсовой стоимости акций на развивающихся рынках; нивелируются риски инвестирования в связи с разницей в динамике развития фондовых рынков в разных странах.

Правовой статус владельца ADR и GDR определяется следующими документами: Законом США от 1933 г. «О ценных бумагах»; Законом США от 1934 г. «О ценных бумагах и биржах»; Правилами и комментариями к федеральным законам, издаваемыми Комиссией по ценным бумагам и биржам США (КЦББ, или Комиссия США); судебными прецедентами — решениями федеральных судов и судов штатов; региональным законодательством штатов (так называемые blue sky law); проспектами ценных бумаг (prospectus), подлежащими регистрации в Комиссии; депозитными соглашениями (заключаются эмитентом и банком-депозитарием при открытии спонсируемой программы депозитарных расписок); договорами между иностранным банком-депозитарием и привлеченным им депозитарием данной страны (custodian).

Депозитарные расписки подразделяются на спонсируемые (sponsored) и неспонсируемые (non-sponsored).

Неспонсируемые ADR выпускаются по инициативе группы крупных акционеров данной компании и характеризуются относительной простотой их выпуска: для этого необходимо представление в Комиссию по ценным бумагам и биржам США пакета документов, подтверждающих полное соответствие деятельности компании эмитента и ее акций законодательству, действующему в стране эмитента.

Недостатком неспонсируемых ADR является то, что они торгуются только на внебиржевом рынке и не допускаются к торговле в системе NASDAQ и на биржах. В последнее время наблюдается уменьшение количества выпусков неспонсируемых ADR.

Спонсируемые ADR выпускаются по инициативе акционерного общества. Таким же путем организуется и выпуск GDR. Существует четыре уровня программ спонсируемых ADR. Главное их различие состоит в том, позволяют ли они привлекать дополнительный капитал путем эмиссии акций. Первые два уровня допускают выпуск расписок лишь против уже находящихся во вторичном обращении акций. Третий и четвертый уровни позволяют выпускать расписки на акции, которые только проходят первичное размещение.

Для выпуска спонсируемых ADR первого уровня требуется такой же пакет документации, как и для неспонсируемых. Но в данном случае необходимо соответствие правовой основы обращения акций эмитента законодательству страны эмитента. Поэтому Комиссия по ценным бумагам и биржам США получает дополнительную информацию в этой области. Наряду с этим **ADR** первого уровня не требуют регистрации по Закону 1934 г. при выполнении требований Правила 12g3-2(b). К эмитентам в рамках данной программы предъявляются минимальные требования к предоставлению информации (в пределах соблюдения этого правила). ADR первого уровня могут выпускаться только на уже находящиеся в обращении акции и не предоставляют возможности для привлечения капитала. Торговля ADR первого уровня осуществляется на внебиржевом рынке, и они лишены статуса «публично» обращающихся ценных бумаг на американском фондовом рынке.

Одновременно в соответствии с действующим в США законодательством в области депозитарных расписок по так называемому правилу данные расписки могут обращаться на фондовых биржах других стран. Такие расписки называются глобальными депозитарными расписками. Исходя из этого крупные российские компании, получив для своих депозитарных расписок статус **ADR-1**, имеют возможность реализовать их на европейских фондовых биржах.

ADR второго уровня — это расписки, прошедшие листинг на биржах в США без привлечения капитала при условии регистрации по Закону 1934 г. Спонсируемые ADR второго уровня предусматривают представление в Комиссию части финансовой отчетности эмитента по стандартам, принятым в США, которые требуют более детальной информации о деятельности компании, чем законодательство соответствующей страны.

В рамках программ **ADR** второго уровня необходимо раскрытие подробной информации об эмитенте и предоставление финансовой отчетности по стандартам ГААП США. Также к эмитентам применяется Закон Сарбанеса-Оксли. **ADR** второго уровня могут быть включены в листинг Нью-Йоркской и Американской фондовых бирж и NASDAQ. В последние годы ADR второго уровня практически не выпускаются в связи с тем, что требования к отчетности эмитента совпадают с нормативами, предъявляемыми к выпуску ADR третьего уровня.

ADR третьего уровня размещаются через биржи США для привлечения капитала при условии регистрации по Закону 1934 г. Как и при выпуске ADR второго уровня, необходимо раскрытие подробной информации об эмитенте и предоставление отчетности по стандартам ГААП. На эмитентов также распространяется требования закона Сарбанеса-Оксли.

Третий уровень позволяет выпускать расписки на акции, которые только проходят первичное размещение. Это дает возможность привлечения прямых инвестиций. Существует два вида ADR третьего уровня: так называемые ограниченные ADR (**restricted, RADR**), которые разрешено размещать лишь среди ограниченного круга инвесторов, и распространяемые по открытой (публичной) подписке (**public offer**).

Для реализации выпуска открытых ADR третьего уровня требуется представить в Комиссию по биржам и ценным бумагам определенную финансовую отчетность по принятым в США стандартам бухгалтерского учета. ADR этого вида обращаются на рынке США наравне с американскими акциями и котируются на биржевом рынке и в системе NASDAQ.

По Правилу 144A программа может использоваться в том числе для увеличения капитала путем «частного размещения» депозитарных расписок среди квалифицированных институциональных покупателей; возможно освобождение от регистрации по Закону 1934 г. при выполнении требований Правила **12g3-2(b)**. В частности, Правило 144A при размещении ценных бумаг использовали НОВАТЭК и ЛУКОЙЛ.

Программы ограниченных ADR позволяют привлекать дополнительный капитал, при этом не требуется представление в Комиссию по ценным бумагам финансовой отчетности, принятой в США. ADR четвертого **уровня**, или ограниченные ADR, а в американском законодательстве их называют ADR, эмитируемые в соответствии с правилом **144-A**. Программа может использоваться в том числе для увеличения капитала путем частного размещения депозитарных расписок среди инвесторов; возможно освобождение от регистрации по Закону 1934 г. при выполнении требований Правила 12g3-2(b). В соответствии с этим положением приобретать ADR-4 могут только «квалифицированные институциональные инвесторы», т.е. компании, которые инвестировали в ценные бумаги более 100 млн долл. Инвесторы могут совершать между собой операции посредством электронной системы Portal, которая входит в общенациональную систему NASDAQ.

Организация выпуска депозитарных расписок — достаточно сложная процедура, включающая экономические, юридические и организационные составляющие, связанные с выходом акций на зарубежные фондовые рынки. Для осуществления выпуска ADR в Российской Федерации необходимо привлечение финансового консультанта, имеющего лицензию Министерства финансов РФ, юридического консультанта, имеющего лицензию Министерства юстиции РФ, банка-депозитария и банка-кастодиана.

В функции финансового консультанта входят выбор банка и переговоры с ним об условиях выпуска ADR, подготовка специальных отчетов, которые распространяются среди потенциальных покупателей депозитарных расписок, презентаций для инвесторов. Юридический консультант подготавливает документы в Комиссию США по ценным бумагам и фондовым биржам (SEC), договоры о депозитарном обслуживании и оказывает юридическую поддержку по представлению финансового консультанта. Подготовка документов, представление их в SEC и получение разрешения занимают не менее полугода, а денежные затраты, включая и оплату аудиторских фирм, составляют для выпуска ADR первого уровня не менее 500 тыс. долл., а для ADR третьего уровня — около 1 млн долл.

Основные этапы организации выпуска ADR для российских акций представлены на рис. 3.2.

Спонсируемые ADR выпускаются по инициативе конкретной компании, между акционерным обществом и банком-депозитарием подписывается депозитарный договор, в котором определяются все условия выпуска ADR и действия каждой стороны.



Рис 3.2. Организация выпуска ADR

По существующим правилам ADR первого и второго уровней выпускаются на акции, уже прошедшие первичное размещение и обращающиеся на российском фондовом рынке. В связи с этим принято заключать договор между группой акционеров и компанией на проведение программы ADR; в соответствии с этим часть акций передается на ответственное хранение в банк-кастодиан. Для ADR третьего и четвертого уровней проводится специальная эмиссия акций, которые не обращаются на отечественном фондовом рынке и передаются на хранение в банк-кастодиан. В ряде случаев **кастодиальные** услуги выполняет банк-депозитарий, который в дальнейшем будет выпускать депозитарные расписки.

Акции, находящиеся на ответственном хранении, регистрируются в реестре акционеров на имя ответственного хранителя, являющегося только номинальным держателем, но не собственником этих акций. Затем на общее число акций, хранящихся в банке-кастодиане, **банк-депозитарий** получает глобальную ADR, на основании которой выпускаются депозитарные расписки, являющихся объектом продажи инвесторам.

Банк-депозитарий выполняет следующие функции:

- эмиссию и аннулирование депозитарных расписок;
- учет перехода прав собственности на ADR при каждой операции по купле-продаже расписок на фондовом рынке США;
- ведение реестра владельцев ADR;

- I • оказание различного вида услуг российской компании при подготовке документов для регистрации ADR в американской Комиссии по ценным бумагам и биржам, а также представляемой в SEC финансовой отчетности.

В мировой практике в настоящее время существует ограниченный круг банков, которые оказывают качественные услуги по реализации программ выпуска ADR. Наиболее крупным в данной сфере деятельности является The Bank of New York, имеющий отделения в 24 странах мира, в том числе и в России. Банк предоставляет весь диапазон услуг по ADR: услуги по хранению ценных бумаг, услуги трансферт-агента, депозитарные и консалтинговые услуги. По данным за 2003 г. The Bank of New York обслуживает свыше 7 млн зарегистрированных у него акционеров и более 700 программ выпуска ADR компаниями из 35 стран. Банк имеет свое отделение в России и участвовал в большинстве выпусков депозитарных расписок на акции российских компаний. Неспонсируемые депозитарные расписки выпускал и Deutsche Bank, в частности на акции ОАО «Сбербанк», ОАО «Балтика», ОАО «Башнефть», ОАО «Костромская ГРЭС».

В отношении банка-кастодиана также имеется ряд требований. Прежде всего он должен быть официально зарегистрирован на территории страны (в нашем случае России) и иметь необходимые лицензии. Услуги банка-кастодиана могут выполнять как местные банки, так и дочерние подразделения иностранных депозитарных банков в России. Например, функции банка-custody в России выполняют банки Credit Suisse и ING Bank, имеющие свои дочерние отделения в Москве.

С 1996 г. более 60 российских компаний использовали возможности депозитарных расписок для проникновения на европейский и американский рынки ценных бумаг. В табл. 3.2 представлены итоги торгов наиболее ликвидных ADR и GDR в октябре 2007 г.

Из более чем 60 российских компаний, осуществивших программу выпуска ADR, только четыре крупнейших российских акционерных общества «Вымпелком» (1998), МТС (Билайн) (2000), «Вим-Биль-Данн» (2002) и «Стальная группа «Мечел»» (2004) реализовали программы выпуска ADR третьего уровня, которые дают возможность посредством эмиссии дополнительных акций и выпуска ADR привлекать капитал непосредственно в компанию. Ценные бумаги этих компаний прошли строгий контроль в Комиссии по ценным бумагам и биржам и торгуются на Нью-Йоркской фондовой бирже. Другие ADR торгуются на внебиржевом рынке среди институциональных **инвесторов** в США и в системе Portal, а также на европейских фондовых биржах.

Таблица 3.2. Итоги торгов ADR и GDR российских компаний
(на 11 октября 2007 г.)

Эмитент	Число акций	Объем торгов, тыс. долл.	Послед- няя цена	Измене- ние, %	Средне- взвешенная цена 1 ADR
AFI Development (LSE)*	1	8 610,00	10,50	-2,42	10,53
Evraz (LSE)	0,3	52 130,00	70,20	7,50	69,42
Sistema Huls (LSE)	0,05	1190,00	10,10	0,10	10,20
X5 Retail Group (LSE)	0,25	15 660,00	34,09	-1,04	35,01
АмтелФредштайн (LSE)	1	270,00	3,00	-3,54	3,09
АФК Система (LSE)	0,02	29 120,00	36,00	4,05	35,69
ВТБ (LSE)	2000	30 380,00	9,53	0,85	9,51
Газпром (LSE)	4	329 674,58	47,79	1,72	47,64
Газпромнефть (LSE)	5	2898,51	22,66	0,71	22,72
Интегра Груп (LSE)	—	10 770,00	15,50	—	15,50
Комстар (LSE)	1	8120,00	12,50	-2,04	12,60
ЛУКОЙЛ (LSE)	1	243 999,17	89,10	1,95	88,96
ММК (LSE)	13	6770,00	16,40	0,61	16,47
Мосэнерго (LSE)	100	0	25,50	—	—
НЛМК (LSE)	10	26 340,00	42,05	1,33	41,91
НОВАТЭК (LSE)	10	30 590,00	58,40	2,82	58,33
Норильский Никель (LSE)	1	168 968,92	299,00	2,75	299,86
ПИК (LSE)	1	2720,00	30,49	1,73	30,53
Полюс Золото (LSE)	1	7530,00	43,20	0,12	43,53
РАО ЕС (LSE)	100	57 958,94	119,75	1,48	119,64
Роснефть (LSE)	1	61 830,00	8,60	0,82	8,63
Северсталь (LSE)	0,2	23 010,00	23,40	-1,06	23,65
Ситроникс (LSE)	50	280,00	7,13	—	7,00
Сургутнефтегаз (LSE)	50	46 121,65	66,40	-0,15	66,67
Татнефть (LSE)	20	12 681,73	115,50	3,82	114,40
ТМК (LSE)	4	990,00	45,50	1,25	45,21
Черкизово (LSE)	0,006	0	13,53	—	—
ЧПЗ (LSE)	0,1	710,00	14,96	0,82	14,79
Эфес (LSE)	—	770,00	31,75	-1,01	31,54
Golden Telecom (NASDAQ)	—	22 940,23	86,64	3,06	86,89
Templeton Russia (NYSE)**	—	120,79	71,20	1,28	71,05
ВБД (NYSE)	1	3374,85	106,14	-1,03	107,48
Вымпелком (NYSE)	0,25	23 460,64	31,37	4,18	31,42
Мечел (NYSE)	3	40 977,11	71,51	8,41	71,68
МТС (NYSE)	5	33 432,31	76,20	2,79	76,68
Ростелеком (NYSE)	6	818,14	64,39	0,61	64,42
СТС Media (NAS)	1	1862,02	23,50	-0,51	23,51

* Лондонская фондовая биржа.

** Нью-Йоркская фондовая биржа.

Доля ADR в капитале крупнейших российских компаний составляет 10–30%, их оборот в среднем составляет более 40% оборота соответствующих акций в России, а по ряду компаний оборот рынка ADR/GDR превосходит объемы торгов акциями в России. Это показывает большую ликвидность депозитарных расписок по сравнению с базовыми акциями.

Объемы сделок с российскими ценными бумагами на иностранных биржах растут быстрее, чем на отечественных площадках. По оценке) Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР)¹ в конце 2006 г. на долю Лондонской фондовой биржи приходилось примерно 60% всего оборота депозитарных расписок на российских акций.

В настоящее время многие российские компании готовят и реализуют программы выпуска новых ADR и увеличения числа обращающихся ADR. Компании, которые уже реализовали программы, планируют повышение уровня ADR до третьего, чтобы иметь возможность привлекать дополнительный капитал.

Расширение сферы действия ADR, с одной стороны, дает возможность предприятиям получить иностранные инвестиции, с другой стороны, это ведет к тому, что рынок российских акций перемещается за границу и все в большей степени становится зависимым от поведения иностранных инвесторов, снижает ликвидность отечественного рынка, препятствует справедливому ценообразованию на российские активы.

В соответствии с внесенными в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» поправками с 2007 г. в России возможен выпуск российских депозитарных расписок (РДР) на акции иностранных эмитентов. Это эмиссионная ценная бумага, которая будет выпускаться по российскому праву, к ней применяются общие требования российского Закона «О рынке ценных бумаг». С учетом особенностей РДР подчиняется общим правилам процедуры эмиссии таких ценных бумаг. В частности, у российских депозитарных расписок отсутствует такой этап процедуры эмиссии, как принятие решения о размещении ценных бумаг. Однако остаются другие этапы: утверждение решения о выпуске, государственная регистрация выпуска и размещение. Эмитентом РДР должен быть депозитарий — российский профессиональный участник, который занимается депозитарной деятельностью не менее трех лет и отвечает особым требованиям к размеру собственного капитала. Его уполномоченный орган, совет директоров, утверждает решение о выпуске РДР.

¹ Ведомости. 2007. 12 октября.

3.5. Производные ценные бумаги в Российской Федерации

После кризиса 1998 г. новый этап в развитии срочного рынка в России начался в 2001 г. Рынок производными ценными бумагами, как и весь фондовый рынок, сконцентрирован преимущественно в Москве и Санкт-Петербурге. В настоящее время деятельность по организации торговли производными ценными бумагами осуществляют **пять** российских бирж: Московская межбанковская валютная биржа; Санкт-Петербургская валютная биржа; Фондовая биржа «РТС» совместно с Фондовой биржей **«Санкт-Петербург»**; Биржа «Санкт-Петербург»; Сибирская биржа (ранее — Сибирская фондовая биржа). Но большинство сделок с производными ценными бумагами по-прежнему проводится на внебиржевом рынке — по имеющимся оценкам не менее 60%.

В 2005 г. совокупный оборот биржевого рынка деривативов превысил 60,7 млн контрактов, или 907,3 млрд руб., что на 38,56% по числу контрактов и на 50,55% в денежном выражении больше показателя 2004 г. (табл. 3.3).

Самый высокий прирост объема торгов наблюдался на ММВБ (более чем в 14 раз). Существенным увеличением характеризовался и объем открытых позиций на конец года, возросший более чем 2 раза и составивший почти 2,6 млн контрактов. В то же время произошло снижение этого показателя на биржах Петербурга.

¹ *Биржевое обозрение*. 2004. № 9.

Таблица 3.3. Структура российского рынка деривативов в 2005 г.

Сделки		Оборот					Открытые позиции *			
Площадь	Количество	Изменение к 2004 г., %	Тыс. контрактов	Изменение к 2004 г., %	Млн руб.	Изменение к 2004 г., %	Тыс. контрактов	Изменение к 2004 г., %	Млн руб.	Изменение к 2004 г., %
Всего	1 918 780	22,83	60 773,54	38,56	907 303,83	50,55	2 591,89	201,91	67 682,12	-21,28
СПб	16 766	-43,56	391,34	356,27	19 952,00	78,89	0,19	—	6,50	—
ММВБ	921	141,10	6 533,85	1 314,25	186 792,39	1 328,84	1 963,76	1 312,78	56 637,28	1 371,48
РТС	1 899 871	24,20	53 275,13	24,92	687 058,20	102,61	613,11	23,49	10 572,62	158,50
СПВБ	125	-66,49	499,08	-14,95	12 790,00	-94,59	14,81	-93,34	465,48	-99,40
СПФб	1 097	-44,93	74,14	-11,73	711,23	-76,53	0,02	-96,00	0,24	-98,24

Источники: Ефимчук И., Свириденко К. Российский рынок деривативов: перспективы на 2006 год // Рынок ценных бумаг. 2006. № 7.

Деривативы на акции пока наиболее значительный сегмент на российском срочном рынке. Происходит расширение линейки стандартных контрактов; в этой области с марта 2005 г. были введены в **обращение** месячные опционы на фьючерсы по акциям Газпрома, РАО «ЕЭС России», ЛУКОЙЛ и Ростелеком. Появление «коротких» опционов существенно расширило возможности участников рынка в части построения сложных стратегий. С октября 2005 г. началось обращение фьючерса на обыкновенные акции ОАО «Сбербанк», что позволило РТС довести количество фьючерсных контрактов на отдельные акции до 7. По итогам 2005 г. число сделок по фьючерсам на акции возросло почти на 20%, а рублевый оборот — на 62,9%. Более динамично продолжают развиваться опционы: по объему открытых позиций они уже практически сравнялись с фьючерсами — в 2005 г. их доля держалась в диапазоне **40—50%** суммарного показателя по фьючерсам и опционам на акции.

Валютные **деривативы** наряду с производными на акции — один из наиболее развитых сегментов в России; на всех биржах, имеющих секции стандартных контрактов, обращаются инструменты на курсы валют, и большинство российских срочных площадок считают развитие этого сегмента приоритетным направлением деятельности. Сейчас на рынке валютных деривативов обращаются фьючерсы на евро/доллар, рубль/доллар, рубль/евро, а также опционы на **кросскурс** евро/доллар. Самые большие объемы торгов валютными контрактами происходят на ММВБ, где введены в обращение все три фьючерса на валюту, представленные на российском рынке деривативов, однако сделки проходят лишь по контракту на курс рубль/доллар.

По валютным деривативам весь оборот обеспечен операциями наиболее активных участников на денежном рынке банков. Клиентские операции хеджирования практически отсутствуют. Между тем интерес к таким операциям заметно растет, и постепенно крупнейшие участники внешнеторгового оборота начинают выходить на биржу в целях хеджирования курсовых рисков. В 2007 г. членом секции срочного рынка ММВБ стала нефтяная компания ЛУКОЙЛ, что свидетельствует о намерении активного хеджирования экспортером рисков своих операций.

Процентные деривативы — еще сравнительно новый инструмент для российского срочного рынка, и сейчас наблюдается зарождение его рынка. В 2006 г. начались торги по контрактам на ставку MosIBOR overnight и трехмесячную ставку **MosPrime Rate**. Вторым направлением в расширении спектра торгуемых инструментов стал запуск в 2006 г. РТС первых для российского рынка срочных контрактов на процентные ставки — фьючерсов на корзину трехлетних

облигаций Москвы, а затем фьючерсов на корзину 10-летних облигаций Москвы и на еврооблигации **Россия-30**.

Дополнительные возможности, которые открывают процентные деривативы на рынке облигаций (как по хеджированию рисков по портфелям ценных бумаг, так и по направленной игре на изменении уровня доходности) привлекают на срочный рынок новых участников. Операции с производными этого класса традиционно занимают лидирующие позиции по ликвидности на мировом срочном рынке: например, фьючерсы на однодневные ставки на Бразильской бирже дают до 50% оборота, а контракт на евродоллар, аналогом которого является контракт на MosPrime Rate, — лидер мирового срочного рынка по стоимостной оценке оборота торгов.

В 2006 г. биржевой объем срочного рынка увеличился в 4 раза. Растут и качественные изменения на этом рынке. Существенно растет объем открытых позиций, меняется структура участников рынка. Лидером по объему торгов остается срочный рынок **PTC—FORTS**, на котором в 2005 г. было заключено почти 1,9 млн сделок с суммарным оборотом 53,3 млн контрактов. FORTS представляет собой наиболее ликвидный рынок стандартных контрактов в России и, как следствие, является самой привлекательной площадкой для юридических и физических лиц.

Рынок FORTS (фьючерсы и опционы в PTC) — интегрированный рынок по торговле срочными контрактами на фондовые активы и индексы, имеющий особую значимость для развития торговли производными ценными бумагами в России. Он был создан фондовой биржей РТС и фондовой биржей «Санкт-Петербург» в 2001 г. На рынке FORTS торгуется более 20 видов контрактов, обращаются фьючерсы и опционы, базисными активами которых являются акции российских эмитентов, индекс РТС, облигации, иностранная валюта, средняя ставка рублевого однодневного кредита (депозита) MosIBOR, сахар, нефть марки Urals и золото.

Основные органы управления FORTS — **совет директоров открытого акционерного общества «Фондовая биржа «Российская Торговая Система»»** и **Комитет по срочному рынку открытого акционерного общества «Фондовая биржа «Российская Торговая Система»»** — состоят из представителей профессиональных участников рынка ценных бумаг, работающих в РТС. В компетенцию совета директоров и Комитета по срочному рынку РТС входит решение вопросов по формированию политики развития срочного рынка РТС, определение приемлемой тарифной политики, утверждение правил и других нормативных документов, а также контроль за средствами участников рынка фьючерсных и опционных контрактов. Вопросы построения системы риск-менеджмента в FORTS рассматриваются Комитетом

по рискам РТС, который включает в себя риск-менеджеров ведущих операторов фондового рынка России

Основные участники торгов — коммерческие банки и финансовые компании центрального региона. Однако биржи, прежде всего ММВБ и РТС, развивают и региональную торговлю. Региональные участники торгов могут подключаться к торгам через удаленные рабочие места. Крупнейшая российская биржа ММВБ обеспечивает возможность региональным участникам доступа к торгам через терминалы, расположенные на четырех региональных биржах: Уральской региональной валютной бирже, Нижегородской **валютно-фондовой** бирже, Сибирской межбанковской валютной бирже (Новосибирск) и Самарской валютной межбанковской бирже. Особенностью FORTS является то, что всем категориям участников рынка, будь то расчетная фирма, брокер или частный инвестор, предоставляется возможность работы с собственного терминала при помощи различных систем интернет-трейдинга и торговых терминалов, предоставленных самой РТС.

В 2006 г. среднесуточный объем торгов фьючерсами и опционами на FORTS превысил 1 млрд долл. в день, а в октябре 2007 г. — 2 млрд долл., что соответствует объему торгов акциями на фондовой бирже ММВБ. В сентябре 2007 г. по сравнению с аналогичным периодом 2006 г. дневной объем торгов на FORTS вырос на 200%, а на фондовом рынке ММВБ — всего на 10% (рис. 3.3).

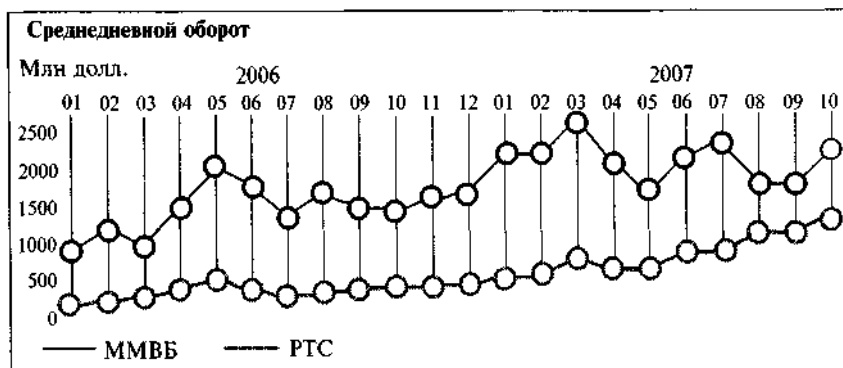


Рис. 3.3. Торги срочными контрактами в РТС и акциями на ММВБ¹

Динамика торгов на FORTS обусловлена ростом числа как институциональных, так и частных инвесторов, за девять месяцев 2007 г. выросшего с 7628 до 20 300. Традиционно операции на срочном **рын-**

¹ Ведомости. 2007. 11 октября.

ке **более** выгодны по сравнению с операциями на рынке **базового** актива. Это связано не только с «эффектом плеча», но и с отсутствием **транзакционных** издержек, возникающих при проведении операций на рынке базового актива (плата за использование кредитных ресурсов и оплата депозитарных и расчетных услуг). Биржевые сборы по операциям со срочными контрактами в FORTS существенно ниже аналогичных на рынке ценных бумаг. Кроме того, в **2006—2007** гг. произошло улучшение условий торгов на срочной секции РТС: был введен промежуточный клиринг, снизились депозиты и повысилась оперативность расчетов. Благодаря реформе гарантийной системы размер обеспечения по фьючерсам на индекс РТС снизился на четверть — до 7,5%. В результате участники торгов направили высвободившиеся средства на наращивание своих позиций и увеличение активности, выросли обороты и объемы открытых позиций.

Рост объемов торгов во многом связан с успехом развития фьючерса на индекс РТС; торги по этому инструменту начались в июле 2005 г. На операции с фьючерсом на индекс РТС приходится до 80% оборота в FORTS. По существу, фьючерс на индекс РТС стал самым ликвидным инструментом на российском фондовом рынке не только по объемам торгов, но и по числу сделок (по данным на 16 октября 2007 г. 33 000 сделок против 24 000 с акциями Газпрома на ММВБ, объем торгов — 12,9 млрд руб.).

Увеличение оборотов срочного рынка происходит и на самой крупной российской бирже — ММВБ, где сосредоточены более 95% биржевого рынка акций, полностью биржевой рынок валюты и биржевой рынок государственных бумаг, а также почти 100% рынка корпоративных облигаций. Формирование ликвидности на рынках базового актива ММВБ создает предпосылки и для развития качественного срочного рынка.

На ММВБ давно проходят торги валютными фьючерсами — на доллар, евро, а также на валютную пару евро-доллар, обороты по валютным контрактам увеличиваются. По состоянию на 16 августа 2007 г. объем торгов фьючерсом на доллар превысил 2 млрд долл., составив 2,0744 млрд контрактов, или около 53,4 млрд руб., что более чем в 8 раз превышает среднесуточный показатель ликвидности за **январь—июль** 2007 г. (6,39 млрд руб.). В июне 2007 г. начались торги по фьючерсу на индекс ММВБ, в планах биржи фьючерс на корзину государственных облигаций (ОФЗ), а также опционов на индексный фьючерс.

На американском и западноевропейских рынках объемы операций с производными инструментами во много раз превосходят операции с базовыми активами, на российском же рынке торговля производными инструментами несмотря на быструю динамику характеризуется все еще небольшими объемами.

Наибольшим препятствием в развитии российского сектора срочного рынка является недостаточное развитие законодательной базы в этой области. Развитие законодательства и нормативно-правовой базы по срочному рынку в целом значительно отстает от регулирования остальных сегментов финансового рынка в России.

Практически единственным законодательным актом, регулирующим заключение сделок с фьючерсами и опционами на биржах, остается Закон РФ «О товарных биржах и биржевой торговле» от 1992 г. Хотя этот закон и создал правовую основу для обращения биржевых деривативов, устанавливая общие требования к Правилам бирж, регулирующим обращение фьючерсов и опционов, и к порядку лицензирования биржевых посредников, все же он достаточно общий и в настоящее время в значительной степени устарел и требует существенных доработок. С момента его введения в действие никаких содержательных изменений и уточнений в него не вносилось. Вместе с тем за прошедшие 15 лет рынок и его инфраструктура существенно изменились. Уже долгое время ведется работа над альтернативными проектами законов «О биржах и биржевой деятельности» и «Об организаторах торговли», которые должны будут заполнить правовой вакуум в организации торговли производными ценными бумагами.

Самые общие требования к фондовым биржам, организующим торговлю фондовыми деривативами, содержатся в Законе «О рынке ценных бумаг», но наиболее существенные положения, в том числе понятийный аппарат — в Налоговом кодексе РФ. Однако и те и другие положения требуют изменений и дополнений, например в части налогообложения доходов физических лиц по операциям с деривативами на базовые активы, отличные от ценных бумаг. По существующим правилам для физических лиц прибыли-убытки по срочному рынку и рынку акций не сальдируются, т.е. если частный инвестор получил прибыль на фьючерсах и потерял на акциях, то подоходный налог он будет уплачивать с той суммы, которую заработал на фьючерсах, без учета потерь, понесенных на акциях. Для юридических же лиц для исчисления налоговой базы берется общий финансовый результат. Законодательно не закреплено также понятие «**маркет-мейкер**». Мировая практика показывает, что без института маркет-мейкеров невозможен рост и развитие самого рынка и увеличение номенклатуры торгуемых ценных бумаг.

На уровне подзаконных актов регулирование сложилось только в секторе фьючерсов и опционов на ценные бумаги и фондовые индексы (Приказ ФСФР от 24 августа 2006 г. № 06-95/пз-н «О порядке оказания услуг, способствующих заключению срочных договоров (контрактов)», а также особенностях осуществления клиринга

срочных договоров (**контрактов**)». В части валютных, процентных и товарных деривативов такие нормативно-правовые акты отсутствуют, и эти инструменты оказываются вне поля регулирования. В определенной степени это ограничивает развитие срочного рынка.

Отсутствует специальное законодательное регулирование по внебиржевым сделкам с деривативами, что существенно препятствует развитию этого сегмента и сдерживает рост торговой активности на биржевом сегменте, поскольку нередко у участников рынка возникает необходимость в совершении сделок в обоих сегментах.

В августе 2007 г. в ст. 1062 ГК РФ были внесены поправки, устанавливающие судебную защиту дня внебиржевых расчетных деривативов¹. Для развития срочного рынка важны инициативы по разработке стандартов внебиржевых срочных сделок, разработанных АРБ совместно с Национальной валютной ассоциацией (НВА) и **НАУФОР**, а также введение в практику единого для всего срочного рынка генерального соглашения (рамочного договора), основанного на принципах **ISDA Master Agreement** — Международной ассоциации свопов и деривативов, которые приведут к стандартизации условий совершения срочных сделок, упрощению документооборота и, как следствие, к сокращению периода времени на осуществление таких сделок.

Необходимо основательное совершенствование законодательной базы, регулирующей все аспекты производных ценных бумаг. Развитие производных инструментов необходимо для качественного развития отечественного фондового рынка. Нужен специальный закон о производных финансовых инструментах, нужны изменения и в законе о рынке ценных бумаг. Кроме того, в настоящее время, по мнению большинства участников рынка ценных бумаг, следует принять законы о клиринге и клиринговой деятельности, а также о ликвидационном **неттинге**. Отсутствие таких законов препятствует участию на российском срочном рынке нерезидентов.

¹ **Ганкин Г.** Перспективы развития российского срочного рынка // Рынок ценных бумаг. 2007. № 17.

Структура современного рынка ценных бумаг

4.1. Общая характеристика рынка

Образование фиктивного капитала связано с появлением ссудного капитала. Фиктивный капитал возникает как следствие приобретения ценных бумаг, дающих право на получение определенного дохода (процента на капитал). Первоначальной формой фиктивного капитала в период домонополистического капитализма и «свободной конкуренции» служили облигации государственных займов.

Трансформация капитализма свободной конкуренции в монополистический, с образованием и ростом акционерных обществ, способствовала появлению нового вида ценных бумаг — акций. По мере **развития** капитализма акционерные общества стали превращаться в сложные монополистические объединения (концерны, тресты, картели, консорциумы). Их развитие в условиях острой конкурентной борьбы и развития научно-технической революции обусловило привлечение не только акционерного, но и облигационного капитала. Это привело к выпуску и размещению частными компаниями и корпорациями помимо акций еще и облигаций, т.е. к осуществлению облигационных займов.

Структура фиктивного капитала складывается из трех основных элементов: акций, облигаций частного сектора и государственных облигаций. С развитием капитализма и превращением его в государственно-монополистический частный сектор и государство все больше привлекают капитал путем эмиссии акций и облигаций, увеличивая таким образом фиктивный капитал, существенно превышающий действительный, реальный капитал, необходимый для капиталистического воспроизводства. В условиях спекулятивных сделок динамика фиктивного капитала, представляющего ценные бумаги, в современном рыночном хозяйстве не зависит от динамики реального капитала.

В то же время фиктивный капитал отражает объективные процессы дробления, перераспределения, объединения действующих реальных производительных капиталов. Если в монополистической стадии капитализма фиктивный капитал концентрировался на фондовой бирже, то в условиях государственно-монополистического капитализма значительная его доля сосредоточивалась в банках и других кредитно-финансовых учреждениях. В самой структуре фиктивного капитала резко вырос удельный вес государственных облигаций, что обусловлено, во-первых, кризисом государственных финансов и, во-вторых, усилением вмешательства государства в экономику. В странах Западной Европы, Японии и ряде развивающихся стран государственные займы в определенной степени отражают также развитие государственной собственности. Разбухание фиктивного капитала за счет выпуска государственных займов для покрытия дефицитов бюджета служит источником разветвления инфляционных процессов, обесценения денег, а значит, и валютных потрясений.

Самостоятельное движение фиктивного капитала на рынке приводит к резкому отрыву рыночной стоимости от балансовой, увеличивая разрыв между реальной стоимостью материальных ценностей и их относительно фиксированной стоимостью, представленной в ценных бумагах.

В современном рыночном хозяйстве дальнейшее увеличение объема фиктивного капитала усиливает фетишизацию экономических отношений. В условиях часто меняющейся конъюнктуры фиктивный капитал — один из самых неустойчивых показателей рыночной экономики. Он особенно чувствителен к колебаниям и изменениям на рынке ссудных капиталов, движению и накоплению денежного капитала, а также потрясениям в кредитно-финансовой сфере. Особо негативное воздействие на понижающие тенденции фиктивного капитала оказывает рост банковских ставок, спекулятивные операции с ценными бумагами и валютой. Несоответствие, диспропорции в динамике фиктивного и реального производительного капитала сопровождаются обесценением фиктивного капитала, приводя к падению курсов ценных бумаг и биржевым крахам (финансовые потрясения 1970, 1987 и 1997 гг., а также **2000—2001** гг.).

Рынок ценных бумаг отражает все колебания фиктивного капитала, огромное количество спекулятивных операций с ценными бумагами, особенно с дериватами.

В настоящее время в ведущих западных странах с развитой рыночной экономикой существуют, действуют и развиваются три рынка ценных бумаг: первичный (внебиржевой), вторичный (фондовая биржа) и уличный, или рынок «через прилавок» (over the counter) (рис. 4.1). Все они представляют собой весьма необходимый и важ-

ный элемент рыночного хозяйствования, особенно его кредитно-финансовой надстройки.

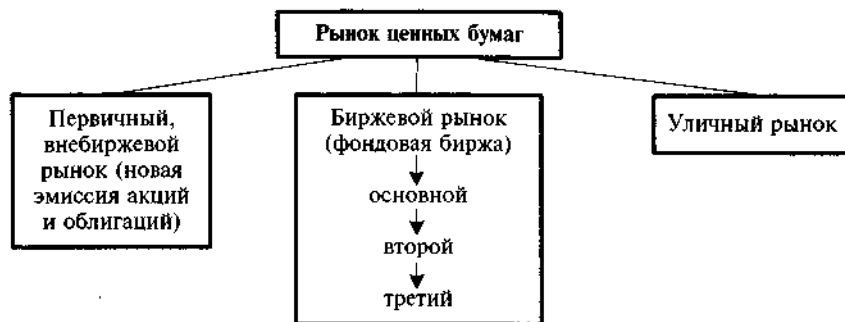


Рис. 4.1. Структура рынка ценных бумаг (западная модель)

Рынки, составляющие структуру рынка ценных бумаг, противостоят и взаимно дополняют друг друга. Это противоречие обусловлено тем, что, выполняя общую функцию по торговле и обращению ценных бумаг и мобилизации капитала, они руководствуются специфическими методами отбора и реализации ценных бумаг. Первичный (внебиржевой) рынок охватывает лишь новые выпуски ценных бумаг и главным образом размещение облигаций торгово-промышленных корпораций. Последние через инвестиционные и коммерческие банки, банкирские дома вступают в непосредственный контакт с кредитно-финансовыми институтами, которые и приобретают эти ценные бумаги. На бирже котируются старые выпуски ценных бумаг и главным образом акции торгово-промышленных корпораций. Если через внебиржевой оборот осуществляется в основном финансирование воспроизводственного процесса, то на бирже с помощью скупки акций происходит захват контроля над корпорациями и фирмами, идет формирование и перераспределение контроля между различными финансовыми группами. Через биржу также осуществляется определенная часть финансирования (в основном через мелких и средних вкладчиков). Особенность биржи состоит в том, что здесь доминирует индивидуальный вкладчик, хотя идет процесс монополизации ее операций со стороны кредитно-финансовых институтов. На внебиржевом рынке действует коллективный вкладчик в лице крупных кредитно-финансовых институтов с долгосрочными резервами денежных средств (страховые компании, инвестиционные компании, частные пенсионные фонды, коммерческие банки). На протяжении всего послевоенного периода как в практическом,

так и в теоретическом плане довольно остро стоял вопрос о соотношении внебиржевого и биржевого оборота.

Особое место в структуре рынка ценных бумаг занимает уличный рынок, возникший в 1960–1970-х годах в ряде западных стран (США, Японии) и первоначально рассчитанный на акции вновь создаваемых небольших компаний, которым первичный биржевой рынок был недоступен.

В 1960-х годах обнаружилась тенденция к росту значимости внебиржевого первичного оборота, так как широкий процесс обновления основного капитала обусловил огромные потребности в новых эмиссиях ценных бумаг. Однако биржа не сумела в полной мере восстановить свой механизм, разрушенный в период Второй мировой войны.

Начавшиеся процессы слияний и поглощений, а также общие масштабы централизации капитала в развитых странах, обусловленные потребностями производства, научно-технической революции и просто борьбой различных монополистических группировок, происходивших после восстановительного периода, существенно оживили деятельность фондовой биржи. К ее операциям стали широко привлекаться средние и мелкие индивидуальные вкладчики. При этом впечатление о снижении роли биржи стало складываться из-за активного проникновения в ее операции крупных кредитно-финансовых институтов. Однако финансово-промышленные группы использовали подконтрольные ей банки и другие кредитно-финансовые институты для расширения своих операций на бирже в целях реорганизации производственной структуры хозяйства.

Внебиржевой оборот, как и биржа, имеет собственные методы торговли ценными бумагами, в основном облигациями. В 1990-х годах широкое распространение получили новые методы размещения корпоративных ценных бумаг: андеррайтинг, прямое размещение (direct placement), публичное предложение, конкурентные торги (competitive bidding), позволяющие осуществлять более тесные связи между эмитентом ценных бумаг и их покупателем (инвестором). Организующим посредником здесь выступают инвестиционные и коммерческие банки, банкирские дома, брокерские фирмы. Новые методы внебиржевого оборота нашли широкое применение в США, Канаде, Западной Европе и Японии.

4.2. Первичный (внебиржевой) рынок

Первичный, или внебиржевой, рынок представляет собой самостоятельный рынок с собственными методами размещения, довольно сложным и разветвленным механизмом размещения и посредниче-

ства, который в отличие от биржи не имеет собственного места торговли. Особенность внебиржевого рынка в том, что он пропускает через себя новые выпуски облигаций, которые затем уходят на фондовую биржу при их последующей покупке и перекупке. Подавляющая часть новых облигаций не возвращается на биржу и находится в руках (активах) кредитно-финансовых институтов.

Основная роль внебиржевого рынка связана с торговлей облигациями. Однако на нем осуществляется также и продажа акций; в этих **случаях** посредничество берут на себя, как правило, инвестиционные банки, банкирские дома и специализированные брокерские и дилерские фирмы. Объем и стоимость акций внебиржевого оборота уступают аналогичным показателям биржи, сохраняя тенденции к росту. Так, в США в конце 1970-х годов акции внебиржевого рынка составляли около 45% оборота Нью-Йоркской фондовой биржи, а в начале 1980-х — уже 74%. Широкий выход акций на внебиржевой рынок в США обусловлен особенностями **дифференциационных** процессов и спекулятивными сделками, а также спецификой образования новых компаний. Кроме того, издержки размещения акций здесь могут оказаться ниже, чем на бирже, где, как правило, действуют дорогостоящие специализированные посредники. Объем внебиржевого рынка в США имеет тенденцию к росту (табл. 4.1).

Таблица 4.1. Эмиссия ценных бумаг в США, млрд долл.*

Вид бумаги	1994	2000	2002	2003	2005
Вид эмиссии	583,2	1256,7	1489,8	1869,0	2439,0
Корпоративные облигации	498,0	944,8	1318,9	1686,9	2393,7
Корпоративные акции	85,2	311,9	170,9	182,1	115,3

* С учетом выпуска всех бумаг на первичном рынке.

Источник: Statistical Abstract of US. 1996. P. 522. 2004—2005. P. 751; 2007. P. 745.

В 1980—1990-х годах и начале 2000 г. на внебиржевом рынке США происходило наращивание выпуска всех видов ценных бумаг. Эта тенденция отражала длительный циклический подъем экономики США и стремление американского капитала заменить производственный аппарат в условиях острой конкуренции на мировом рынке со стороны Японии и Западной Европы.

Оценивая количественное и стоимостное соотношение внебиржевого и биржевого рынков в западных странах, можно предположить следующее. Внебиржевой рынок количественно больше биржевого, так как на первый ежегодно поступает большое количество

выпусков ценных бумаг. В стоимостном же выражении биржевой рынок может быть больше, чем внебиржевой, так как на фондовых биржах накоплено большое количество дорогих фондовых ценностей в виде акций. Росту стоимости акций способствуют частные спекуляции, бумы и инфляция.

Степень развитости первичного рынка ценных бумаг весьма различна и зависит от развития экономики в целом, кредитно-финансовой системы, сложившейся традиции рынка ценных бумаг и накопления денежного капитала. Наиболее развиты первичные рынки в США, Японии, Канаде и Западной Европе, поскольку **именно** там наиболее активно осуществляется мобилизация денежного капитала через ценные бумаги. Основная часть источников, привлеченных на обновление основного капитала и внедрение новых технологий, в корпоративном секторе приходится на эмиссии облигаций и акций, а не на банковские кредиты. В этом специфика развития первичного рынка ценных бумаг.

По существу, первичный рынок распадается на рынок *частных корпоративных облигаций* (от 70—90%) и рынок *акций* (от 10—30%). Около 80—90% финансирования корпораций осуществляется за счет первичного рынка ценных бумаг. Эта тенденция сохранялась в западных странах на протяжении 1970—1990-х годов.

Важная особенность первичного рынка — *специфический механизм покупки и продажи* ценных бумаг. Основную роль здесь играют крупные инвестиционные банки (как, например, в США и Канаде), коммерческие банки (особенно в ФРГ), а также банкирские дома и крупные брокерские фирмы. Наиболее распространено размещение облигационного займа (underwriting) по подписке между эмитентом и инвестором — инвестиционными (в США, Канаде) либо коммерческими (в Западной Европе) банками. Эти банки реализуют эмиссию частных облигаций и получают комиссионные в размере установленного процента стоимости облигационного займа, а также комиссионные за консультирование при размещении, если это было оговорено.

Особенность первичного рынка состоит в размещении ценных бумаг через посредников — инвестиционные банки. Взаимоотношения между компанией-эмитентом и инвестиционным банком строятся на основе эмиссионного соглашения. Инвестиционные банки совместно с компанией-эмитентом определяют условия эмиссии (сумму капитала, сроки и способы размещения ценных бумаг и т.д.) и осуществляют их непосредственное размещение.

Согласно эмиссионному соглашению инвестиционный банк размещает ценные бумаги либо в качестве покупателя, либо в качестве агента. Обычно он закупает весь выпуск, т.е. принимает на себя

финансовую ответственность за весь выпуск (андеррайтинг). Реже инвестиционные банки действуют в качестве агента. При этом они могут либо ограничиться комиссионными функциями, либо взять на себя обязанности гаранта размещения выпуска и в случае невозможности реализации бумаг в пределах установленного срока приобрести их за свой счет.

Независимо от функций инвестиционного банка по эмиссионному соглашению его обязательным условием является «оговорка о выходе с рынка», которая позволяет аннулировать соглашение в случае крайне неблагоприятного развития событий на рынке (по не зависящим от сторон причинам).

Если новый выпуск бумаг эмитента оказывается слишком для инвестиционного банка, банк обращается к другим инвестиционным банкам с целью сформировать эмиссионный синдикат и объединить усилия по размещению выпуска. Эмиссионные синдикаты могут действовать по принципу «раздельного счета», когда его участники несут ответственность в пределах своего участия и выделенной им доли выпуска.

Действуя по принципу «нераздельного счета» (наиболее распространенному), участники синдиката несут коллективную, совместную ответственность за размещение всего выпуска пропорционально размеру своего участия.

Для реализации нового выпуска эмиссионный синдикат может сформировать специальную группу по продаже, состоящую из кредитных учреждений, ведущих операции купли-продажи ценных бумаг. Члены такой группы не принимают на себя никакой финансовой ответственности, но берут обязательство продать определенную долю выпуска, получая комиссионные или маржу.

На первичном рынке осуществляется размещение впервые выпущенных ценных бумаг. Основные его участники — эмитенты ценных бумаг и инвесторы. Эмитенты, нуждающиеся в денежных средствах для инвестиций в основной и оборотный капитал, определяют предложение ценных бумаг на фондовом рынке. Инвесторы, ищущие выгодную сферу для применения своего капитала, формируют спрос на ценные бумаги. Именно на первичном рынке осуществляется мобилизация временно свободных денежных средств и инвестирование их в экономику. Но первичный рынок не только обеспечивает расширение накоплений в масштабе национальной экономики; здесь происходит распределение свободных денежных средств по ее отраслям и сферам. Критерием этого размещения в условиях рыночной экономики служит доход, т.е. свободные денежные средства направляются в сферы хозяйства, обеспечивающие максимизацию дохода. Первичный рынок служит средством создания эффективной

по рыночным критериям структуры национальной экономики, поддерживает пропорциональность хозяйства при сложившемся в данный момент уровне прибыли по отдельным предприятиям и отраслям, будучи фактическим регулятором движения долгосрочного ссудного капитала. В значительной степени он определяет размеры накопления и инвестиций в стране, а также темпы, масштабы и эффективность национальной экономики.

Первичный рынок предполагает размещение новых выпусков ценных бумаг эмитентами. Здесь в основном котируются долгосрочные облигации и в меньшей степени акции, а покупатели — как юридические, так и физические лица. Эмитентами могут быть корпорации, федеральное правительство, местные органы власти; их роль на рынке определяется состоянием экономики в стране и общим уровнем ее развития. Хронические дефициты государственных бюджетов в ряде западных стран обуславливают довольно большое заимствование государства на рынке ценных бумаг путем выпуска государственных облигаций.

Покупатели ценных бумаг — институциональные и индивидуальные инвесторы; соотношение между ними зависит как от уровня развития экономики, сбережений, так и от состояния кредитной системы в целом. В развитых странах на рынке ценных бумаг преобладают институциональные инвесторы — страховые компании, пенсионные фонды, инвестиционные компании (фонды), коммерческие банки и т.д.

Основой рынка ценных бумаг служит первичный рынок; именно он определяет его совокупные масштабы и темпы развития. Однако объемы первичных рынков в развитых странах в настоящее время существенно различаются. Выпуск акций на первичный рынок в целях финансирования инвестиций в производственную деятельность связан исключительно с учреждением новых компаний и реорганизацией частных компаний различных отраслей в сфере высоких технологий, использующих рисковый, или венчурный, капитал. Источником венчурного капитала служат крупные денежные фонды, которые могут позволить себе рисковать. Большинство мелких фирм, возникающих в традиционных отраслях экономики, не попадают на первичный рынок, поскольку не имеют реальной возможности достичь масштабов, которые позволили бы им выпускать акции.

Выпуск акций в развитых странах в настоящее время обусловлен финансированием поглощения (слияния) компаний, необходимостью снижения доли заемного капитала в совокупном капитале корпораций. Поглощения осуществляются в форме обмена акций поглощаемых компаний на акции поглощающих; поглощающие компании активно выходят на первичный рынок ценных бумаг, проводя эмиссию новых акций.

В некоторых странах соотношение между собственным и заемным капиталом устанавливается законом. Однако независимо от прописанного в законе в каждой стране складывается четкое представление о предельных размерах заемных средств. Переход за эту грань сопряжен со значительным риском для компании и ее **акционеров**. В этой ситуации компания регулирует структуру своего капитала путем эмиссии новых акций, замещая ими свои долговые обязательства.

На современном этапе развития рынка ценных бумаг эмиссия новых акций в развитых странах очень незначительна и не всегда связана с мобилизацией свободных денежных ресурсов для финансирования экономики. Доля акций на первичном рынке ценных бумаг уменьшается, а их роль как регулятора инвестиций снижается.

4.3. Вторичный рынок (фондовая биржа)

Вторичный рынок представлен фондовой биржей, т.е. это биржевой рынок. Сюда поступают ценные бумаги, прошедшие через первичный, внебиржевой рынок. В ряде западных стран на вторичный рынок частично поступают ценные бумаги первичной эмиссии. Фондовая биржа перерабатывает в основном акции и в меньшей степени частные и государственные облигации; она больше связана с перераспределением собственности и капиталов, хотя и выполняет функцию мобилизации денежного капитала в экономику.

Фондовая биржа — традиционно и постоянно действующий рынок ценных бумаг с определенным местом и временем их купли-продажи. Это важный элемент современного экономического механизма. Биржа играет огромную роль в торговле ценными бумагами, концентрации и централизации капитала, а также в проведении спекулятивных операций.

На современном этапе роль биржи в торговле ценными бумагами несколько уменьшилась. Основная причина этого — образование мощных кредитно-финансовых институтов, сконцентрировавших подавляющую часть торговли ценными бумагами без посредничества биржи, а также перемещение торговли облигациями почти полностью на внебиржевой рынок (в США около **90—95%** сделок с облигациями совершается вне **биржи**)¹, увеличение государственных облигаций в общей массе ценных бумаг, уменьшение доли акций в эмиссиях корпораций, установление строгого государственного надзора за биржевыми сделками в западных странах после кризиса **1929—1933** гг.

¹ Рассчитано по: *Statistical Abstract of US*. **1995**, 1996.

Часть функций по размещению пакетов акций и облигаций перешла к инвестиционным и коммерческим банкам, банкирским домам, инвестиционным и страховым компаниям, которые являются членами биржи и действуют от имени многочисленных индивидуальных владельцев, доверяющих им осуществлять куплю-продажу ценных бумаг. Кредитно-финансовые учреждения, будучи кредиторами и совладельцами, проводят политику, направленную на расширение биржевых операций за счет дополнительного выпуска акций или увеличения числа их владельцев.

Другие важные факторы ослабления роли биржи в 1970-х годах — вытеснение с биржи мелких инвесторов кредитно-финансовыми институтами, развитие параллельных рынков ценных бумаг, бегство индивидуальных вкладчиков как результат снижения курсов акций под влиянием нестабильности экономической конъюнктуры. Мелкими инвесторами, как правило, являются высокооплачиваемые служащие и рабочие, а также лица свободных профессий. В последние годы эти слои населения предпочитают размещать свои сбережения на сберегательных счетах банков, в резервах компаний страхования жизни, пенсионных фондах, а также в дешевых акциях инвестиционных компаний. В результате кредитно-финансовые учреждения ведущих западных стран все больше превращаются в монополистов — держателей всех видов ценных бумаг, что приводит к укрупнению размеров пакетов акций, котирующихся на бирже. На Нью-Йоркской фондовой бирже стала типичной купля-продажа пакетов в 1000 и более акций. Однако в странах Западной Европы в начале **1980-х** годов в связи с проведением приватизации части государственной собственности и снижением налогов мелкие инвесторы начали возвращаться на фондовую биржу.

Новые тенденции способствовали развитию ряда негативных явлений в работе биржи. Замена мелких пакетов крупными уменьшила количество совершаемых сделок, неблагоприятно сказалась на формировании реальной цены акций, генерировала условия, при которых происходили слияния одних компаний с другими.

Концентрация огромных пакетов ценных бумаг в кредитно-финансовых институтах позволяет осуществлять куплю-продажу за пределами биржи. За последние **15—20** лет большое распространение получили прямые сделки между кредитно-финансовыми учреждениями по реализации и приобретению ценных бумаг, что позволяет им экономить на комиссионных и других сборах, выплачиваемых ранее брокерским фирмам и биржевому комитету. Развитие новых форм размещения ценных бумаг способствовало созданию нескольких рынков торговли фиктивным капиталом, которые продолжают активно функционировать в настоящее время и подрывать деятель-

ность биржи, сводя иногда ее роль к регистрации котировок ценных бумаг во внебиржевом обороте. Как известно, существует несколько рынков ценных бумаг, которые дифференцируются в зависимости как от методов размещения акций и облигаций, так и от сроков их выпуска.

Однако ослабление роли биржи, особенно в последние годы, не меняет ее значения в торговле ценными бумагами, поскольку сохраняется концентрация и централизация капитала на самой бирже, возрастает уровень компьютеризации ее операций, совершенствуются формы и методы сбора, доставки и обработки информации, осуществляется прямое государственное регулирование биржевых операций, нарастают тенденции интернационализации биржевых сделок. Современная фондовая биржа имеет информационный характер, поскольку, обслуживая рынок капиталов и кредитно-финансовые институты, она стала своеобразной базой данных. Биржа тесно связана с многочисленными информационно-консультативными фирмами, торгующими информацией, представляющей интерес для корпораций и кредитно-финансовых институтов. Обмен информацией между биржей и этими компаниями позволяет инвесторам принимать оптимальные решения по вложениям.

Дальнейшей концентрации и централизации капитала на бирже способствовала волна банкротств и биржевых крахов, обусловленных ухудшением экономической конъюнктуры, большими масштабами спекулятивных сделок.

Сложившиеся тенденции отражают усиление конкуренции на рынке ценных бумаг. Обострение противоречий между биржей и ее конкурентами привело к подрыву монопольных позиций биржи как рынка фиктивного капитала.

Концентрация мощи торгово-промышленных монополий и кредитно-финансовых институтов обусловила определенную зависимость брокерских фирм от своих клиентов, по существу превратила их в дочерние компании. В результате их роль в посредничестве снижается, а размер комиссионных уменьшается, так как кредитно-финансовые институты сами непосредственно занимаются сделками с ценными бумагами.

Вытеснение независимых брокеров крупными брокерскими компаниями, инвестиционными банками и банкирскими домами, а индивидуальных владельцев пакетов ценных бумаг — коллективными отражает процесс монополизации биржи. В начале 1960-х годов на кредитно-финансовые институты приходилось 35% стоимости оборота ценных бумаг Нью-Йоркской фондовой биржи, но уже в 1970—1980-х годах их доля составила 70%, а на других биржах достигала 90%.

Важную форму владения фиктивным капиталом представляют акции, особенно обыкновенные, дающие право голоса на собраниях акционеров крупных корпораций.

Монополизация биржевых сделок существенно подрывает действие закона спроса и предложения, нарушая таким образом механизм саморегуляции рыночной экономики. Деятельность крупных кредитно-финансовых институтов на рынке ценных бумаг, их единая политика в роли покупателей и продавцов зачастую способствуют развитию спекулятивных тенденций и обуславливают резкие колебания стоимости акций и облигаций на бирже, что в ряде случаев затрудняет приобретение ценных бумаг не только индивидуальными лицами, но и корпорациями.

Монополизация биржевых операций, не устранив конкуренции, усложнила ее механизм. Фондовые биржи превратились в центр многочисленных и довольно глубоких противоречий.

В последние годы монополизация биржи крупными кредитно-финансовыми институтами облегчена вследствие того, что мелкие инвесторы покинули биржу, а также и в результате неустойчивой экономической конъюнктуры в западных странах. Вложение небольших денежных капиталов все больше превращалось в разорительную операцию из-за инфляции и частых понижительных колебаний конъюнктуры в 1960—1980-х годах. На тенденцию снижения роли биржи в обороте ценных бумаг указывают также многие зарубежные экономисты. Немецкий исследователь Э. Роде отмечал, что к снижению роли бирж в ФРГ привело сокращение их числа, обусловленное тем, что выполняемые ими функции отошли к крупным банкам. В то же время, по его мнению, фондовая биржа продолжает выполнять важную роль в мобилизации временно свободных денежных средств в основном в интересах крупного капитала¹.

В настоящее время основные географические центры биржевой торговли и спекуляции расположены в Нью-Йорке (США), Лондоне (Великобритания), Франкфурте-на-Майне (ФРГ), Париже (Франция), Цюрихе (Швейцария), Люксембурге, Токио (Япония), Сингапуре, Сянгане (Гонконге).

Господство крупных кредитно-финансовых институтов на бирже в значительной степени способствовало интернационализации рынков ценных бумаг, в том числе и бирж развитых стран, поскольку по своей сути они транснациональны. В настоящее время центральные биржи промышленно развитых стран Запада — это фактически международные рынки, но торговля ценными бумагами ведется

¹ Роде Э. Банки, биржи, валюты современного капитализма. М., 1986. С. 272—273, 289.

в крупных международных центрах или специальных финансовых анклавах небольших стран.

Так, в 1970-х годах Люксембург превратился в крупный международный банковский центр, где ведут операции американские, германские, швейцарские, бельгийские и французские банки. На Люксембургской фондовой бирже лишь незначительная часть ценных бумаг принадлежит частным, правительственным и муниципальных компаниям этой страны (около 69 видов из 806 зарегистрированных), а большая их часть — иностранные ценные бумаги.

В 1980-х годах в Японии в связи с развитием рынка иностранных кредитов заметно увеличились число и объемы эмиссий иностранных облигаций в иенах, развился доступный для иностранцев рынок Gensaki. На нем одновременно осуществляются покупки (продажи) и перепродажи (переполучки) ценных бумаг в определенные сроки по фиксированным ценам. Участники рынка действуют либо как заемщики, либо как кредиторы в зависимости от типа сделки. Такие операции, как депорт и репорт, стеллажные, с маржей, известные на фондовых биржах ряда стран, носят спекулятивный характер.

О масштабах интернационализации биржевого рынка ценных бумаг свидетельствует не только участие в биржевом и внебиржевом обороте иностранных **покупателей**, но и выпуск на мировой рынок, в частности на рынок евровалют, по существу интернациональных фондовых ценностей, оборот и стоимость которых увеличиваются.

В целях более быстрого продвижения евроакций на рынок евровалют летом 2000 г. между Англией, Испанией и ФРГ было принято соглашение о создании объединенной фондовой биржи с центром во Франкфурте-на-Майне — «финансовой столице» Германии. По существу, было принято решение о создании международной фондовой биржи, которая позволит перерабатывать большее количество евроакций, эмитируемых транснациональными корпорациями США, Европы и Японии; с наименьшими издержками размещать свои акции по сравнению с национальными фондовыми биржами. Создание такой международной биржи необходимо и для дальнейшей интеграции в рамках Европейского Союза.

Большое влияние на развитие фондовых бирж на Западе оказало появление в **1970—1980-х** годах производных ценных бумаг — деривативов, занявших заметное место в биржевом обороте ведущих фондовых бирж западных стран. Это, как правило, конвертируемые акции и облигации, warrants, опционы и фьючерсы, зачастую называемые «финансовыми пузырями». В конце 1980-х годов их объем составил 12 трлн долл., т.е. в 25 раз превысил объем всего товарооборота на мировом рынке. На начало 1997 г. объем деривативов

превысил 100 трлн долл., а годовой мировой оборот, с их высокой скоростью, — 1000 трлн долл. Распределение деривативов, согласно оценке **Шиллеровского** института в Германии, приведено в табл. 4.2.

Таблица 4.2. Распределение деривативов между **промышленно** развитыми странами

Страна	Объем деривативов	
	трлн долл.	%
США	22,4	33,9
Япония	11,5	
Франция	9,4	16,9
Англия	7,4	
Швейцария	6,3	13,7
ФРГ	4,3	
Канада	3,1	
Нидерланды	1,6	2,9
Швеция	1,3	
Бельгия	0,7	1,2
Италия	0,5	
	68,5	
Прочие страны	31,5	31,5
Всего:	100,0	100,0

Почти 70% деривативов сосредоточено на фондовых биржах ведущих западных стран, причем свыше 20% — в США и около 12% — в Японии. С увеличением количества деривативов возрос объем операций и статус фондовых бирж как рынка ценных бумаг.

Появление этих ценных бумаг на фондовых биржах усилило интенсивность операций, приводящих к биржевым крахам и потрясениям (Азиатский кризис 1997 г., поразивший фондовые рынки не только стран Юго-Восточной Азии, приведший к валютным потрясениям, банковским кризисам, к нестабильности экономического развития).

Автоматизация и компьютеризация фондовых бирж упростили получение конфиденциальной информации в рамках собственных корпораций, что обусловило быстрое обогащение биржевых игроков (**1970—1980-е** годы в США). Кроме того, чрезмерное доверие прогнозам ЭВМ, касающимся динамики курса акций, при принятии инвестиционных решений в ряде случаев приводило к значительным потерям в операциях с ценными бумагами. **Индивидуаль-**

ное финансовое чутье брокера, игрока, спекулянта стало подменяться чутьем машины, что обернулось значительными денежными потерями на фондовых биржах в 1970—1990-х годах.

Фондовая биржа как вторичный рынок ценных бумаг прошла значительное эволюционное развитие, что-то сохранив из накопленного опыта, что-то утратив, обогатившись новым опытом, и по-прежнему продолжает играть важную роль.

4.4. Уличный рынок ценных бумаг

В западных странах кроме первичного (внебиржевого) и вторичного (биржевого) рынков ценных бумаг существует также внебиржевой уличный рынок. Это обусловлено рядом обстоятельств: определенными ограничениями по приему акций к котировке на фондовой бирже высокими комиссиями и требованиями, монополизацией членства на бирже.

Внебиржевой рынок бывает как организованным, так и неорганизованным. При организованном обороте действуют саморегулирующие органы — посредники (брокеры). Ведущую роль на внебиржевом уличном рынке выполняют биржевые брокеры.

Некоторые особенности имеют уличные рынки в США, Японии и ряде западных стран. Так, в США в 1971 г. ограниченная численность дилеров по проведению операций с акциями молодых компаний, жесткие требования и высокая стоимость биржевых котировок привели к организации Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (NASDAQ), которая насчитывает в своем составе более 3 тыс. дилеров, 500 брокеров и множество инвестиционных банков и банковских домов. Главная задача этой ассоциации — обслуживание оборота ценных бумаг (в основном акций), которые не попадают на фондовые биржи США. Как правило, сделки в этой системе организуются и осуществляются между крупными институциональными инвесторами и ведутся на оптовой основе. Особенность этого внебиржевого рынка в том, что сделки проводятся через электронные терминалы, скорость которых выше, чем на фондовых биржах. Многие крупные корпорации США несмотря на участие в котировке фондовых бирж широко используют и этот рынок.

Впервые организация, официально занимающаяся проблемами уличного рынка, была зарегистрирована в США в 1933 г. как Кодекс банкиров-инвесторов (Investment Bankers Code) и сертифицирована Национальной администрацией по восстановлению (National Recovery Administration). После того как в 1935 г. Акт о восстановлении национальной промышленности был отменен, большинство фирм, связанных с рынком ценных бумаг, столкнулись с потребно-

стью в некоем общем законе и добровольно согласились следовать положениям Кодекса.

Первый акт нового законодательства (впоследствии известный как Акт Мэлони, Maloney Act), выпущенный для передачи права ассоциациям, работающим с национальными ценными бумагами, и позволивший контролировать ситуацию уличного рынка, датируется 4 ноября 1937 г. Через семь с половиной месяцев, 25 июня 1938 г., Акт Мэлони (Секция 15А Акта биржи ценных бумаг 1934 г.) стал законом. Правительственный комитет конференции банкиров-инвесторов назначил комитет по разработке необходимого сертификата об объединении, подготовке устава, правил порядочности и кодекса процедуры, соответствующих правилам торговли, которые смогли бы квалифицировать конференцию как национальную ассоциацию дилеров ценных бумаг в новом статусе.

Первоначально Национальная ассоциация дилеров ценных бумаг (NASD Inc.) была зарегистрирована Комиссией по ценным бумагам и обмену 20 июля 1939 г. Далее были приняты изменения в уставе и правилах Ассоциации. NASD не стала организацией, навязанной банками и рынком ценных бумаг или Комиссией по ценным бумагам и биржам. Привилегия саморегулирования уличного рынка исходила от рынка ценных бумаг.

Для расширения уличного рынка в феврале 1971 г. NASD была преобразована в NASDAQ (NASDs Automated Quotation System), компьютеризованную коммуникационную систему, в которой собираются и хранятся котировки. Эти котировки поступают в систему от национальной сети дилеров, ведущих свою деятельность на биржах, соответствующих условиям работы в системе. Котировки передаются из компьютерного центра на мониторы брокерских фирм по всей стране.

Система NASDAQ имеет три уровня:

- уровень I доступен для зарегистрированных официальных представителей и их клиентов;
- уровень II соединяет маркет-мейкеров¹ с брокерами и дилерами, перепродающими ценные бумаги населению и институциональным торговцам;
- уровень III предназначен исключительно для маркет-мейкеров и отличается от уровня II наличием дополнительных ключей на клавиатуре, с помощью которых можно вводить, изменять или обновлять котировки в системе NASDAQ.

¹ **Маркет-мейкер** (англ. market maker) — высококвалифицированный работник фондовой биржи, менеджер рынка ценных бумаг, отслеживающий ход процессов на фондовом рынке, оценивающий тенденции, ожидаемую доходность, надежность ценных бумаг, информирующий участников рынка о ценах, курсе, дивидендах.

Ассоциация **поддерживает** тесные отношения с Нью-Йоркской фондовой биржей, Американской фондовой биржей, Ассоциацией промышленных ценных бумаг, Институтом компаний-инвесторов и прочими группами фирм.

В Японии такая автоматизированная система внебиржевого оборота начала действовать в 1984 г., в Канаде (Торонто) — в 1985, в Сингапуре — в 1987 г. Аналогичные процессы развития и совершенствования уличного рынка проходили в 1980-х годах в странах Западной Европы. Особое место здесь принадлежит единому внебиржевому рынку в рамках общей интеграции рынков ценных бумаг в ЕЭС в связи с дальнейшим объединением в области кредита, валюты и финансовой системы. В настоящее время в некоторых странах уличные рынки по объему операций зачастую приближаются к фондовым биржам. В США, например, в ряде случаев сделка по системе NASDAQ превышала обороты Нью-Йоркской фондовой биржи, но по объему капитализации первая уступала второй. Однако к концу 1990-х годов NASDAQ этот уровень преодолела.

Рассматривая развитие уличного рынка ценных бумаг в западных странах, следует учитывать либерализацию рынка ценных бумаг в целом. Выделение уличного рынка означает создание нового канала финансирования средних и мелких компаний через рынок ценных бумаг. Действительно, многие компании на Западе, в основном средние и мелкие, нуждаются в денежных фондах для развития своей деятельности, но первичный внебиржевой и вторичный (биржевой) рынки в силу дороговизны и жесткости условий не позволяют им реализовать свои ценные бумаги. Поэтому уличный рынок служит своеобразным спасательным средством как источник финансирования таких компаний. Кроме того, он также служит дополнительным источником получения средств для крупных компаний, которые, не сумев перепродать акции на бирже, сбрасывают и продают их на уличном рынке.

Особо следует подчеркнуть следующую особенность уличного рынка. Созданный в начале 1970-х годов для малых и средних компаний, не способных реализовать свои акции на первичном и биржевом рынках, уличный рынок в 1990-х годах все больше превращался в рынок для крупных компаний, использующих высокие технологии. Это, как правило, компании, реализующие компьютерные, телекоммуникационные и информационные программы, которые в целях экономии издержек стали размещать большое количество акций на уличном рынке. Высокий спрос на эту продукцию обеспечил высокий рыночный курс их акций, что привело к высоким продажам на уличном рынке среди инвесторов — как юриди-

ческих, так и физических лиц. Все это существенно подняло **значение** уличных рынков в таких странах, как США, Канада, ФРГ, Япония. В США значение уличного рынка выросло настолько, что в 1990-х годах индекс уличного рынка NASDAQ превратился в один из ведущих биржевых индексов наравне с индексами Доу-Джонса и Standard & Poor's, показывая постоянный рост. Рыночный курс акций многих компаний компьютерно-информационных технологий подвергся меньшим колебаниям при биржевых потрясениях 1990-х годов, в частности в результате Азиатского финансового кризиса. Не оказали серьезного воздействия на них и события 11 сентября 2001 г. в Нью-Йорке и Вашингтоне. В то же время длительное завышение курсов акций этих компаний закончилось их падением в **2000—2001** гг., что было вызвано ухудшением экономической конъюнктуры в стране.

В последнее время в ряде западных стран уличный рынок ценных бумаг стал достаточно крупным, способным конкурировать как с первичным внебиржевым, так и со вторичным (**биржевым**) рынками за привлечение эмитентов, инвесторов самых разных масштабов. Уличный рынок более дешев и доступен; он мобилизовал значительные денежные ресурсы через акции для развития новых передовых компьютерно-информационных технологий; привлек средства населения, вложенные в акции.

Особо интенсивно этот процесс проходил в 1990-е годы в США, где новые информационные технологии получили наибольшие приоритеты по сравнению со странами Западной Европы и Японией.

Механизм принятия решений на рынке ценных бумаг

Сложность и изменчивость инвестиционной среды требуют от инвесторов знаний методов ее оценки и анализа при выборе инвестиционных инструментов для формирования портфелей, обуславливают необходимость привлечения инвестором услуг профессионального инвестиционного консультанта. Большинство инвестиционных консультантов сотрудничают с фондовыми брокерами и банками. Инвестор может также воспользоваться профессиональными услугами трастовых отделов банков, осуществляющих управление инвестиционным портфелем, доверительное хранение ценных бумаг, за определенные комиссионные.

Управление инвестиционным портфелем нацелено на:

- извлечение дохода в виде процента или дивиденда;
- приращение капитала за счет роста курсовой стоимости ценных бумаг;
- обеспечение финансовой безопасности;
- сочетание всех перечисленных интересов.

Результаты инвестирования напрямую связаны со значительным риском: чем выше доходность ценной бумаги, тем выше присущий ей инвестиционный риск.

Инвестирование связано с риском:

- потери всех вложенных средств или их части;
- обесценения средств, затраченных на приобретение ценных бумаг;
- невыплаты дохода по ценным бумагам (частично или полностью);
- несоблюдения сроков выплаты доходов (**задержки**).

Инвестору необходимо также выбрать оптимальное сочетание объекта инвестирования и момента вложения средств. Ошибка здесь может привести к большим убыткам.

При выборе объекта инвестирования аналитики сравнивают различные инвестиционные возможности путем оценки суммарного го-

дового дохода, складывающегося из приращения капитала и дивиденда (или процента), по каждому варианту.

Общий годовой показатель, выраженный в процентах, называется *совокупной доходностью инвестиций*; он позволяет быстро оценить достоинства и недостатки каждого вида инвестиций.

После установления количества ресурсов для инвестирования, разбивки их по времени разрабатывается инвестиционный план определения приемлемых для клиента направлений размещения средств. Для тех, кто не хочет рисковать, могут быть предложены государственные ценные бумаги или надежные частные долговые обязательства, а для инвесторов, способных идти на риск, — акции недавно образованных компаний или акции «роста». Теория инвестирования в акции «роста» известна давно, в ее основе — принцип вложения денег в акции компаний, темпы роста прибыли и дивидендов которых в течение нескольких лет выше темпов роста экономики в целом. Для достижения успеха растущая компания должна добиваться высокой доходности акционерного капитала и значительную часть прибыли реинвестировать в предприятие; по мере расширения компании темпы ее роста замедляются.

При выборе инвестиционной стратегии и тактики используются разнообразные методы оценки будущей стоимости инвестиций, а также фундаментальный анализ, позволяющий исследовать все сферы фондового рынка, и различные приемы технического анализа в целях прогнозирования изменения рыночной конъюнктуры.

5.1. Фундаментальный анализ фондового рынка

Фундаментальный анализ раскрывает основные факторы, влияющие на прибыль и дивиденды компаний и фондовый рынок в целом. Эти факторы можно разделить на две группы:

1) фундаментальные условия предпринимательства, или экономические факторы;

2) политические фундаментальные условия.

Для проведения фундаментального анализа используется подход «сверху вниз». Анализ начинается не с компании, а со среды, в которой протекает ее деятельность (рис. 5.1).

На первом уровне фундаментального анализа изучаются показатели, характеризующие динамику производства, потребление и накопление, движение денежной массы, уровень инфляционных процессов, финансовое состояние государства. Задача прогноза конъюнктуры — оценка кратко- и среднесрочного развития всей экономики и отдельных отраслей.

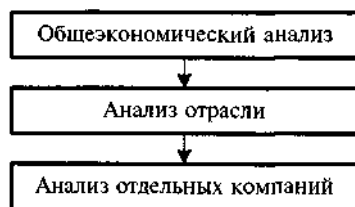


Рис. 5.1. Схема проведения фундаментального анализа

Сопоставление фондовых индексов с показателями экономической активности (объемом валового национального продукта или индексом объема промышленного производства) свидетельствует о взаимосвязи между направлением движения цен на фондовом рынке и состоянием экономики. Цены, как правило, растут в период развития экономики и снижаются в период экономического спада. Вместе с тем изменения цен на те или иные акции могут существенно различаться, отражая финансовое состояние компаний-эмитентов.

В периоды экономического роста наблюдается увеличение заказов, загрузки производственных мощностей, снижение финансовых затрат на производство продукции, и в итоге компании имеют стабильную прибыль, что не может не оказывать влияния на движение курса акций. Однако на рынок акций воздействует не только возросшая прибыль компаний, но и низкий процент по ценным бумагам с твердой процентной ставкой, что делает привлекательным вложение капитала в акции. При этом рынок акций опережает во времени изменение конъюнктуры, т.е. курсы акций в среднем на **6—9** месяцев опережают фактическое экономическое **развитие**¹. Это позволяет выявить рынки, на которых в результате прогнозируемого развития конъюнктуры биржевые сделки могут быть успешными.

Следует также учитывать изменение конъюнктуры в зарубежных странах, поскольку большинство из них являются составной частью мирового хозяйства и зависят от тенденций его развития. Инвестор должен ориентироваться на мировой рынок и изучать основные показатели экономического развития отдельных, прежде всего **промышленно развитых**, стран, лидирующих на мировых рынках и определяющих их состояние.

Зарубежные исследования свидетельствуют о влиянии денежно-кредитной политики центральных банков на движение курса акций. Учетные и ломбардные ставки определяют уровень процентных ставок в стране, объем предоставляемых кредитов и в конечном итоге —

рост денежной массы. В этом направлении действует и политика минимальных резервов коммерческих банков, хранящихся в центральных банках.

Движение денежной массы аналогично движению курса акций при небольшом опережающем движении курса **акций**¹. Эту зависимость необходимо учитывать при анализе движения акций.

В современных условиях на курс акций большое влияние оказывает движение валютного курса.

К политическим фундаментальным факторам следует отнести события в сфере управления обществом и государственной политики, влияющие на курсы ценных бумаг. В последнее время роль политических факторов в развитии экономики стран заметно возросла, усиливаются государственное регулирование и контроль в одних отраслях и ослабевают в других, что сказывается на результатах их деятельности.

Условия хозяйственной деятельности зависят и от политики в области государственных расходов, налогообложения, тарифов.

Большое влияние на фондовый рынок оказывает контроль центрального банка за кредитной системой и банками, затрагивающий не только кредитную и инвестиционную деятельность банков, но и их клиентов и экономику в целом.

Второй уровень фундаментального анализа — исследование особенностей отраслевой деятельности. Отрасли при этом принято делить на устойчивые, циклические и растущие. В зависимости от влияния конъюнктуры они могут развиваться с опережением, параллельно или с отставанием от движения общэкономических показателей. В соответствии с этим различается и движение курсов акций отдельных отраслей.

Движение биржевых курсов зависит от отраслевой прибыли, а также от поступления отраслевых заказов и объемов производства, влияющих на динамику товарооборота и прибыли в той или иной отрасли.

С помощью индикатора поступления заказов можно заранее судить о движении курса акций компаний отрасли. Объем промышленного производства зависит от индикатора поступления заказов, так как «заказы сегодня — это продукция **завтра**»², поэтому индикатор объема промышленного производства имеет запаздывающий характер и менее пригоден для прогнозирования движения курсов акций, чем индикатор поступления заказов. Вместе с тем эти индикаторы позволяют судить о будущей отраслевой прибыли и об изменениях биржевых курсов акций отрасли.

¹ Бергер Ф. Что вам надо знать об анализе акций. М.: Финстатинформ, 1998.

¹ Бергер Ф. Указ. соч.

² Там же.

Однако следует помнить, что прибыль зависит от валютных курсов, а также от ориентации отрасли на импорт или на экспорт.

На третьем уровне проводится анализ отдельных компаний, определяются способы наиболее полной реализации разработанной инвестиционной политики.

Задача анализа отдельных компаний — исследовать динамику будущих доходов. В данном случае наиболее важны показатели динамики товарооборота и прибыли, обеспеченности компании собственными и заемными средствами, а также показатель **кэш-флоу**¹, т.е. достигнутое в отчетном году кассовое сальдо (разница между приходными и расходными платежами).

При всем многообразии показателей, характеризующих деятельность компаний, аналитиков обычно интересуют:

- оборот, поток наличности и т.п.;
- размер дивиденда на одну акцию, кэш-флоу на одну акцию;
- фактический дивидендный доход, отношение курс/прибыль и др.

В ходе анализа проводится сопоставление значений указанных показателей данной компании с другими за ряд лет.

Анализируя долговые инструменты, следует иметь в виду, что их цены зависят не только от состояния дел эмитентов, но и от рынка ссудных капиталов. Существуют специальные рейтинговые фирмы, которые ведут работу по оценке долговых инструментов. В США это Standard & Poor's и Moodys.

Кредитные рейтинги дают возможность ориентироваться при формировании портфеля ценных бумаг, поскольку они:

- показывают степень риска, связанного с вложением средств в долговые ценные бумаги;
- позволяют судить о ликвидности фондовых инструментов;
- отражают соотношение различных видов ценных бумаг;
- служат одним из факторов формирования курса ценных бумаг.

Важный этап фундаментального анализа — прогноз развития отраслей и компаний, включающий следующие компоненты:

- уровень развития менеджмента (человеческий фактор);
- финансовые возможности;
- развитие сбыта.

Фундаментальный анализ позволяет оценить акции в данный момент и спрогнозировать их движение. Однако не все явления можно раскрыть с помощью фундаментального анализа. И тогда прибегают к анализу техническому.

¹ Кэш-флоу (cash flow) — этот термин используется для определения текущего остатка денежных средств на расчетном счете предприятия, который формируется за счет притока (доходов от реализации) и оттока (затрат на производство, на погашение кредита, выплату дивидендов) денежных средств (Экономический словарь).

5.2. Технический анализ фондового рынка

Технический анализ фондовых рынков зачастую рассматривается как самостоятельный вид, в отрыве от фундаментального, его условий и факторов. Однако оба эти метода взаимосвязаны и дополняют друг друга. Если **фундаментальный** анализ сосредоточен на движении рынка в целом под влиянием внешних факторов, то технический связан с изучением динамики цен, отражает потребности покупателей и продавцов, спрос и предложение, определяющие курс ценной бумаги (рис. 5.2).

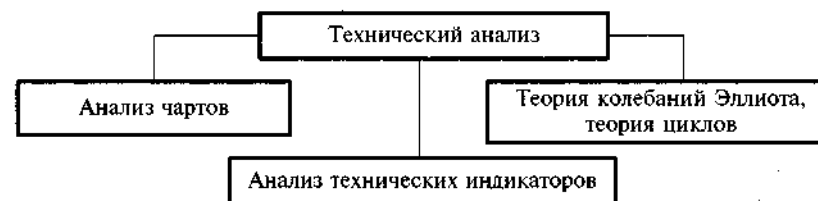


Рис. 5.2. Содержание технического анализа

При проведении технического анализа исходят из предположения, что на динамике цен сказываются изменения внешних факторов и поведение биржевого курса подчинено определенным закономерностям, которые могут иметь устойчивый характер. На основе выявленных закономерностей прогнозируется движение биржевого курса в будущем с учетом влияния на него других факторов.

Технический анализ называют графическим, поскольку графическое представление анализируемой информации — основной метод изучения состояния фондового рынка.

Построение столбиковых диаграмм. При построении столбиковых диаграмм по оси абсцисс откладывается время, а по оси ординат — цены. Цена изображается в виде вертикальной линии, которая соответствует определенному периоду времени (дню, неделе, месяцу и т.д.). Длина линии зависит от амплитуды колебаний цены за анализируемый отрезок времени — от самой высокой до самой низкой. При необходимости на график наносят вертикали, относящиеся к конкретному периоду, отметки разовых изменений цены — максимальной, минимальной, цены открытия и закрытия. Данные о состоянии цен за последующий период наносятся на график правее предшествующего (рис. 5.3).

Совокупность вертикальных отрезков отражает уровень и амплитуду колебаний цен на фондовом рынке за какой-либо период.



Рис. 5.3. Гистограмма

Вариантов построения столбиковых диаграмм множество. Один из них связан с определением ключевых дней, когда общая динамика цен меняет свое направление на противоположное. В этом случае в нижней части диаграммы указывают величины, отражающие объем сделок (рис. 5.4).

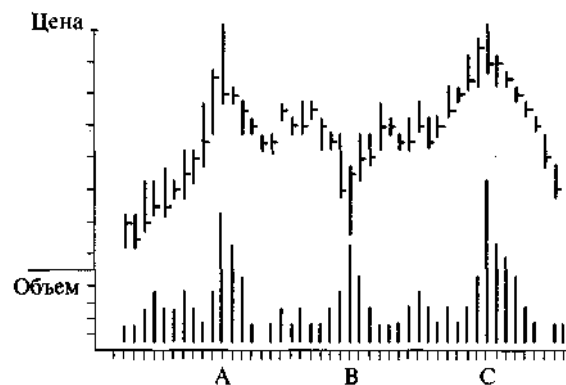


Рис. 5.4. Определение ключевых дней по гистограмме

Движение курса фондовых инструментов также можно отобразить графически. На этом графике по сетке с выбранным шагом фиксируется только повышение (понижение) курса, а промежуток времени, за который одно значение цены меняется на другое, не учитывается. Не учитываются и объемы торгов.

Выбирается определенная величина колебаний цены (в пунктах или денежном выражении); каждая клетка сетки на графике соответствует выбранному шагу изменения. При возрастании цены на

установленную величину в соответствующей клетке ставится значок «х», при дальнейшем повышении цены следующие значки «х» нужно ставить строго над предыдущими. Если цена падает на установленную величину, открывается новый столбец, и на графике прокладывают знак «о» на клетку ниже предыдущего значения (рис. 5.5).

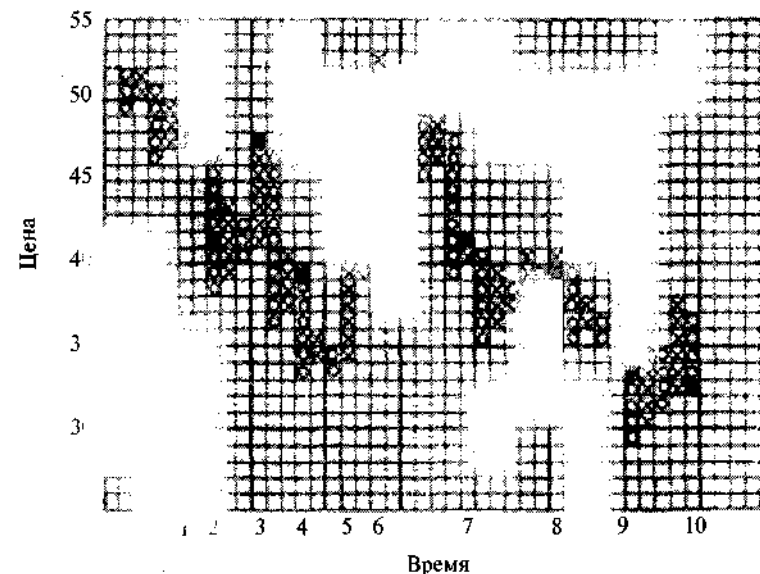


Рис. 5.5. Движение курса фондовых инструментов

После появления на графике значков «о» говорят, что рынок пошел в обратном направлении, поэтому график «крестики-нолики» называют еще графиком точек поворота. Указанные графики предназначены для анализа рынков с четко выраженной тенденцией.

Случайного движения курса ценных бумаг не бывает: их курс не может повышаться в десятки раз в течение биржевого дня, а на следующий день снижаться в той же пропорции. Движения курсов происходят волнообразно (вверх или вниз) в течение достаточно длительного периода. Подъем расценивается как повышательный тренд, снижение — как понижительный. Когда курс изменяется волнообразно, говорят об отклоняющемся тренде. В зависимости от времени действия различают **долго-**, средне- и краткосрочный повышательный и понижительный тренды.

Линия повышательного тренда позволяет инвестору понять, что торопиться с продажей акций, находящихся в повышательном тренде, не следует.

Цены на фондовые инструменты зависят от различных факторов, среди которых следует выделить взаимодействие между разными группами инвесторов: теми, которые продают ценные бумаги, опасаясь падения их курса, и теми, кто покупает их, надеясь на повышение цен.

При падении цен на акции какой-либо компании начинается их продажа всеми участниками рынка, но до определенного момента, после которого число лиц, скупающих эти акции в надежде на повышение их курса, начинает увеличиваться, а стоимость акций — расти.

Может возникнуть другая ситуация: цены на акции компании растут, и число лиц, желающих их купить, увеличивается. Одновременно появляется группа участников рынка, которые считают, что цены достигли пика, и начинают продавать имеющиеся у них акции. В связи с этим возникли понятия «поддержка» и «сопротивление»: соединяя точки максимумов колебаний цен, получают так называемые линии сопротивления, а точки минимумов колебаний — линии поддержки. Приближение курсового графика к одной из линий свидетельствует о скором изменении цен в противоположном направлении (рис. 5.6).

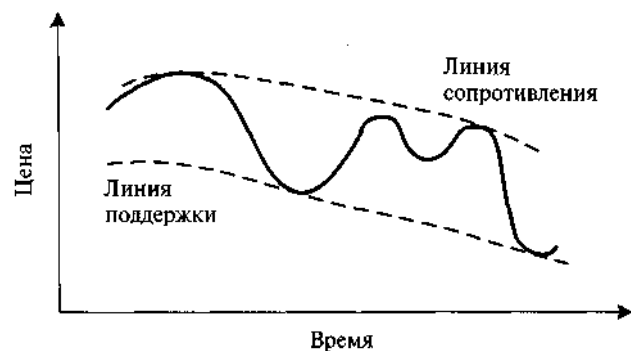


Рис. 5.6. Колебания цен

Японские свечи. В техническом анализе все чаще применяются японские **чарты** — «свечи», которые представляют собой вариацию современных столбиковых диаграмм. В отличие от обычных столбиковых диаграмм они отражают все уровни цен — начальную, высокую, низшую и цену закрытия. Курс акций отмечают разным цветом: если он выше на момент открытия биржи, чем на момент закрытия, то свеча черная, если ниже — **белая**¹ (рис. 5.7).

¹ Этот метод отображения биржевых курсов имеет давнюю историю; еще в XVI в. японцы, возделывающие рис, пытались так прогнозировать будущие цены на него.



Рис. 5.7. Курсы акций («японские свечи»)

В отличие от других методов период прогнозирования с помощью свечей значительно короче. Анализ однодневной свечи позволяет судить о возможном движении биржевых курсов на следующий день, а недельная свеча — прогнозировать движение курса на следующей неделе.

В анализе японских чартов используется много различных изображений свечи с экзотическими названиями: «черный монах», «белый монах», «фонари», «Южный Крест» и т.д. Черный или белый цвет здесь присутствует всегда. Белая свеча предвещает на ближайший день повышение курса, черная сигнализирует о неблагоприятной ситуации, т.е. о том, что курсам не удалось достичь уровня, который сложился на момент открытия биржи, а в конце биржевого дня они понизились. Пример графика, построенного в «японских свечах», представлен на рис. 5.8.



Рис. 5.8. Дневная динамика акций Газпрома, построенная в «японских свечах» с использованием программы MetaStock

Анализ ценных бумаг с помощью индикаторов. Для определения момента продажи (покупки) ценных бумаг важно наряду с анализом чартов использовать индикаторы, дающие дополнительную ин-

формацию для участников фондового рынка. Движение курсов ценных бумаг (акций, опционов, фьючерсов и т.д.) сопровождается резкими колебаниями. Аналитики обычно пытаются сгладить экстремальные значения курсов, чтобы облегчить анализ трендов. Для этого используются средняя линейно-арифметическая, экспоненциально взвешенная средняя и просто взвешенная скользящая средняя. На практике наиболее часто используется метод расчета скользящей средней на линейно-арифметической основе по формуле

$$\bar{K} = \frac{1}{n} \cdot (K_1 + K_{t-1} + K_{t-2} + \dots + K_{t-n}), \quad (4.1)$$

где $\bar{K}$ — скользящая средняя;
 $K_1 + K_{t-1} + K_{t-2} + \dots + K_{t-n}$ — курсы ценной бумаги;
 n — число дней, вошедших в расчет;
 t — текущий период.

При использовании скользящих арендных (простых, взвешенных, экспоненциальных) если линия скользящей средней находится ниже ценового графика, то тренд называется бычьим («бык» — участник рынка, уверенный в росте цен, а рынок «быков» — это рынок, на котором цены повышаются). Если линия скользящей средней находится выше ценового графика, то тренд является медвежьим («медведь» — это инвестор, уверенный в том, что рыночные цены будут падать). В соответствии с этим в первом случае линия скользящей средней служит сигналом трейдеру на осуществление покупок, а во втором случае — продаж. Возможен и третий вариант поведения: переждать, провести анализ с использованием других индикаторов для подтверждения полученного сигнала о развороте тренда.

Для интерпретации полученной кривой скользящих средних используют многие методы, в частности «прорыв» курса акций через горизонтальную линию средних значений на рис. 5.8 — первый сигнал к продаже.

Число индикаторов чрезвычайно велико. Источниками большинства показателей, используемых для выбора времени тех или иных операций на фондовом рынке, служат финансовая информация, анализ инвестиционной активности, анализ состояния рынка.

Между ценами на акции и движением денежной массы в стране существует взаимосвязь. Исследования зарубежных аналитиков показали, что при увеличении денежной массы в постоянном темпе и при не вызывающем беспокойства уровне инфляции цены акций проявляют тенденцию к росту; замедление роста денежной массы и повышение темпов инфляции — неблагоприятные события для рынка (рис. 5.9).



Рис. 5.9. Влияние изменения денежной массы на цену акций

Возможности использования индикаторов в техническом анализе ограничиваются лишь изображением; на цены акций влияют порой необъяснимые силы. Следует также учитывать и психологию рынка.

5.3. Формирование портфеля ценных бумаг

Принципы формирования портфеля ценных бумаг. При размещении ресурсов на рынке ценных бумаг инвестор стремится найти приемлемый набор этих бумаг, обеспечивающий идеальную комбинацию контролируемого риска и максимально возможной доходности. Эффективная технология решения этой проблемы — *портфельное инвестирование*.

Сущность портфельного инвестирования заключается в распределении инвестиционного потенциала между разными группами активов. Портфельное инвестирование позволяет планировать и контролировать результаты инвестиционной деятельности. Обычно портфель представляет собой набор из корпоративных акций, облигаций с различной степенью риска, ценных бумаг с фиксированным доходом, гарантированным государством, а значит, с минимальным риском потерь вложенных средств и получения дохода.

Крупные банки формируют свои инвестиционные портфели следующим образом: около 70% составляют государственные ценные бумаги, около 25 — муниципальные, 5% — прочие. Мелкие банки придерживаются более осторожной стратегии и формируют свой портфель в основном за счет государственных и муниципальных ценных бумаг как наиболее надежных и высоколиквидных.

При формировании инвестиционного портфеля придерживаются принципов безопасности вложений средств, стабильности полу-

чения дохода и ликвидности вложений (возможности быстро и без потерь превратить их в наличные деньги).

Однако ни одна из ценных бумаг не обладает одновременно всеми этими свойствами. Здесь необходим компромисс, поскольку наиболее перспективные с точки зрения получения доходов вложения одновременно и наиболее рискованные, а наиболее безопасные приносят низкие доходы. Главная цель при формировании портфеля — достижение оптимального соотношения риска и дохода инвестора. Решить эту проблему позволяет использование принципов диверсификации и достаточной ликвидности.

Диверсификация вложений — это основной принцип портфельного инвестирования, суть которого в том, что нельзя вкладывать все средства только в одну бумагу, даже самую привлекательную. При диверсификации невысокие доходы по одним ценным бумагам перекрываются высокими доходами по другим. Снизить риск можно и за счет включения в портфель ценных бумаг большого круга отраслей, не связанных между собой, что снижает риск одновременного снижения их деловой активности.

Упрощенный вариант диверсификации заключается в том, что средства делятся между несколькими ценными бумагами без серьезного анализа.

Более надежный вариант — использование отраслевой и региональной диверсификации. Суть отраслевой диверсификации состоит в том, чтобы не приобретать ценные бумаги предприятий только одной отрасли, поскольку негативные явления могут захватить отрасль в целом. К примеру, падение цен на нефть на мировом рынке может отразиться на стоимости акций всех предприятий отрасли.

Подобная ситуация может возникнуть и в отдельном регионе, когда политическая нестабильность, стихийные бедствия и т.п. приводят к одновременному снижению цен акций.

Более глубокий анализ возможен с применением экономико-математических методов. В частности, методы корреляционного анализа дают возможность найти оптимальный баланс различных ценных бумаг в портфеле.

Принцип *достаточной ликвидности* состоит в том, что в портфеле необходимо иметь определенную долю быстрореализуемых активов, достаточную для выполнения обязательств перед клиентами и для совершения появившихся высоколиквидных сделок.

Основное преимущество портфельного инвестирования — возможность с его помощью решать специфические инвестиционные задачи: обеспечить доход и количественное соотношение прибыли и риска. Для этого необходимо совершенствовать уже сформированный портфель и находить оптимальные варианты новых.

Баланс между **существующим** риском вложений в ценные бумаги и ожидаемым доходом достигается с помощью различных типов портфелей: портфеля дохода, портфеля роста и портфеля роста и дохода (рис. 5.10).

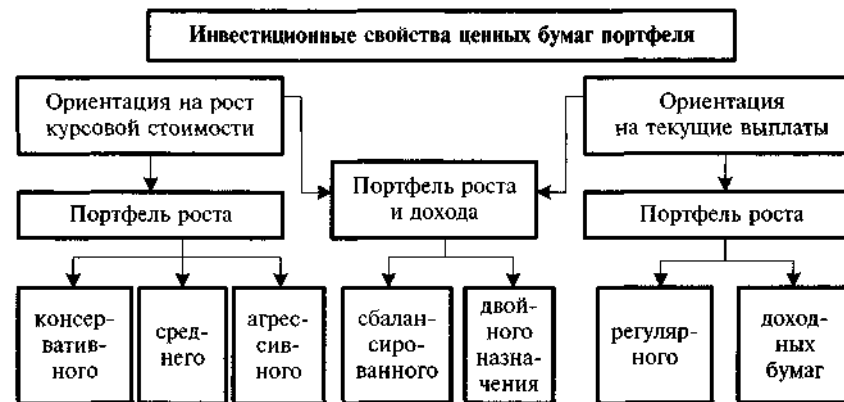


Рис. 5.10. Портфели ценных бумаг

Портфель дохода ориентирован на преимущественное получение высокого текущего дохода за счет дивидендов и процентов. Он формируется из высоконадежных инструментов фондового рынка. Различают портфели:

- регулярного дохода — формируется из высоконадежных ценных бумаг, способен приносить средний доход при минимальном уровне риска;
- доходных бумаг — состоит из высокодоходных ценных бумаг, приносящих при среднем уровне риска высокий доход.

Портфель роста ориентирован на преимущественный рост курсовой стоимости входящих в него бумаг и по своим инвестиционным свойствам делится на портфели:

- агрессивного роста — ориентирован на максимальный прирост капитала; в его составе могут быть рискованные акции молодых быстрорастущих компаний, приносящие высокий доход;
- консервативного роста — нацелен на сохранение капитала; состоит из акций крупных и наиболее известных компаний, обладающих невысокими устойчивыми темпами роста курсовой стоимости;
- среднего роста — наиболее распространенный; характерен для инвесторов, не склонных к большому риску. Сочетает инвестиционные свойства портфелей агрессивного и консервативного роста.

Портфель роста и дохода. Любой из перечисленных выше портфелей не является однородной совокупностью и может иметь в своем составе ценные бумаги с иными инвестиционными свойствами, поэтому можно сформировать портфель роста и дохода. Этот портфель создается для того, чтобы застраховать инвестора от возможных потерь при падении курсовой стоимости ценных бумаг и низких дивидендных или процентных выплатах. Портфель роста и дохода состоит из двух частей: одна содержит финансовые активы, обеспечивающие их владельцу рост капитальной стоимости, а другая — доход.

При классификации портфеля следует учитывать инвестиционные качества, присущие ценным бумагам, помещенным в тот или иной портфель: ликвидность, освобождение от налогов, отраслевую и региональную принадлежность.

Ликвидность портфеля означает возможность его превращения в денежную наличность без потери стоимости. Это реализуется с помощью портфеля денежного рынка, включающего преимущественно денежную наличность или быстро реализуемые активы (краткосрочные ценные бумаги).

Портфели ценных бумаг, *освобожденных от налога*, содержат в основном государственные долговые обязательства, которые обычно сохраняют капитал и являются высоколиквидными. В частности, до дефолта в августе 1998 г. ГКО были самыми надежными и наиболее привлекательными для инвесторов ценными бумагами, приносящими относительно высокий доход.

Портфель, содержащий ценные бумаги государственных органов власти, — это портфель, состоящий из государственных и муниципальных ценных бумаг. Они надежны и приносят определенный доход, кроме того, имеют налоговые льготы.

Портфель, содержащий корпоративные ценные бумаги, — это портфель, сформированный из ценных бумаг различных предприятий, иностранных ценных бумаг, конвертируемых и привилегированных акций и облигаций и т.п.

Управление портфелем ценных бумаг. Как свидетельствует мировой опыт, чем выше риски на рынке ценных бумаг, тем более высокие требования предъявляются к портфельному менеджеру. Тип портфеля соответствует и типу управления — активному или пассивному.

Пассивное управление заключается в приобретении бумаг на длительный срок. Это относительно новое направление в инвестиционной деятельности. До середины 1960-х годов инвесторы стремились найти неверно оцененные акции. Определенные черты пассивной стратегии имела покупка на длительный срок бумаг надежных «голубых фишек» (акций надежных, первоклассных компаний). Концепция широкой диверсификации и пассивного управления на практике не использовалась.

Отношение изменилось в 1960-е годы, когда стала общеизвестной концепция выбора портфеля Марковица и представлена гипотеза эффективности рынка. В начале 1950-х годов Гарри Марковиц предложил математическую модель выбора оптимального портфеля. Эффективным рынком был признан такой, где цена на каждую ценную бумагу всегда равна ее инвестиционной стоимости — стоимости бумаги на данный момент с учетом перспективной оценки цены спроса на нее и доходов по ней в будущем.

Суть пассивного управления состоит в том, что инвестор выбирает в качестве цели некий показатель и формирует портфель, изменение доходности которого соответствует динамике движения показателя. Выбранный целевой показатель обычно представляет собой широко диверсифицированный рыночный индекс. Поэтому пассивное управление называют индексированным, а сами пассивные портфели — индексными фондами. Первый национальный индексный фонд акций появился в США в 1971 г., а в настоящее время в национальные и международные индексные фонды акций и облигаций инвестированы сотни миллиардов долларов. Индивидуальные инвесторы также стали предпочитать индексные фонды¹.

Пассивно управляемые портфели превратились в один из наиболее быстродействующих инвестиционных продуктов, предлагаемых многими взаимными фондами.

Примером пассивной инвестиционной стратегии может служить равномерное распределение средств между ценными бумагами с разными сроками обращения (метод лестницы) и полярной срочности (метод штанги).

Метод лестницы состоит в том, что покупаются ценные бумаги разной срочности в пределах банковского инвестиционного горизонта².

Пример. Банк планирует иметь инвестиционный портфель с пятилетним горизонтом. Он делит выделенную для инвестиций сумму на пять равных частей и покупает одногодичные, двухгодичные и другие ценные бумаги, а после погашения одногодичных бумаг высвободившуюся сумму вновь вкладывает в пятилетние ценные бумаги и т.д. В итоге у банка постоянно будет средняя норма дохода от инвестиций. ♦

Суть метода штанги заключается в том, что основная часть средств инвестируется в ценные бумаги краткосрочные и долгосрочные и лишь небольшая часть — в среднесрочные: краткосрочные

¹ Шарп У.Ф., Александр Г.Дж., Бейли Дж.В. Указ. соч.

² Уоскин В.М. Современный коммерческий банк. М.: Вазар-Ферро, 1999.

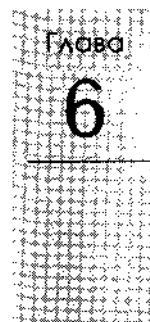
обеспечивают ликвидность, а долгосрочные обычно приносят более высокий доход.

Активное управление имеет множество подходов, однако любое активное управление включает поиск неверно оцененных бумаг или их групп. Точное выявление и умелая покупка или продажа этих ценных бумаг дают возможность активному инвестору получить более высокие результаты, чем пассивные. Вместе с тем комиссионные, взимаемые активными менеджерами, как правило, значительно выше, чем у пассивных, выше при активном управлении и трансакционные расходы. Все это позволяет сторонникам пассивного управления утверждать, что они получают лучшие результаты, чем активные менеджеры.

Вместе с тем, несмотря на быстрый рост активов, которые управляются пассивными менеджерами, при управлении большей частью национальных и международных портфелей акций и облигаций используются методы активного **управления**¹.

Крупные институциональные инвесторы, так же как пенсионные фонды, выбирают средний вариант управления: они пользуются услугами и пассивных и активных менеджеров.

Что касается российской практики, то портфельное инвестирование еще не стало нормой жизни, поскольку рынок ценных бумаг еще формируется, нет нормальных статистических рядов по большинству финансовых инструментов, исторической статистической базы, что препятствует широкому применению классических западных методик. Однако во многих банках и других институциональных инвесторах создаются отделы по управлению портфельным инвестированием.



Система государственного регулирования рынка ценных бумаг

6.1. Общие аспекты регулирования

Рынок ценных бумаг — составная часть рынка ссудных капиталов, объект государственного регулирования, нацеленного защитить интересы инвесторов от противоправных действий со стороны эмитентов или посредников. Действия государства распространяются также на охрану интересов участников фондовых рынков, выступающих посредниками в процессе превращения сбережений инвесторов в инвестиции. Государственное регулирование рынка ценных бумаг реализуется через прямое и косвенное вмешательство. Государство при этом не вмешивается в процессы ценообразования на рынке ценных бумаг, оставляя за участниками рынка право на самоконтроль и саморегулирование.

На рынке ценных бумаг государственное регулирование осуществляется по трем направлениям:

- деятельность органов контроля и надзора;
- законодательно-правовая база — раскрытие информации, деятельность на рынке, регулирование деятельности участников рынка;
- механизм непосредственного регулирования рынка ценных бумаг.

По мере глобализации экономики возникла необходимость в межгосударственной координации регулирования рынка ценных бумаг.

До начала XX в. в США государственное регулирование рынка ценных бумаг отсутствовало. Для фондового рынка было характерно манипулирование ценами, которое в настоящее время повсеместно признано противозаконным. К таким манипуляциям относились

¹ Шарп У.Ф., Александр Г.Дж., Бэйли Дж.В. Указ. соч.

фиктивные операции (wash sales) — одновременная покупка и продажа ценной бумаги для создания видимости активности на рынке и *сделки по договоренности* (matched orders) — совершение двумя контрагентами сделки по заранее оговоренной цене с целью изменить ситуацию на рынке в свою пользу.

Чрезвычайно широко были распространены *корнеры* (corner) — концентрация акций у определенной группы торговцев, что позволяло им диктовать свои цены. Известный финансист Генри Ключ, характеризуя период после войны **1861—1865** гг., отмечал, что все крупные состояния Америки сделаны корнерами.

Очень активно практиковались *продажи без покрытия* («короткие» продажи — short selling), к которым прибегают игроки на понижение («медведи»). Суть их заключается в том, что спекулянт продает ценные бумаги, не имея их в наличии, на срок, обязуясь поставить их через некоторое время.

«Короткие» продажи способны серьезно дестабилизировать рынок, поэтому в Голландии еще в начале XVII в. пытались ограничить их количество. В Великобритании в XVIII в. в парламент представлялся законопроект об их запрете, тем не менее эта практика повсеместно процветала. Только в 30-е годы XX в., после кризиса **1929—1933** гг., по отношению к ним были приняты достаточно жесткие меры.

Рынок ценных бумаг контролировался исключительно саморегулируемыми организациями профессионалов фондового рынка; саморегулирование предназначалось для поддержания честных правил игры среди профессиональных участников.

Уже к началу XX в. многочисленные аферы и махинации на фондовом рынке обусловили необходимость государственного регулирования. В некоторых штатах США были приняты законы, направленные на защиту инвесторов, — так называемые Законы голубого неба (Blue-sky laws). Однако в общенациональном масштабе какое-либо регулирование отсутствовало, и все попытки его введения встречали резкое сопротивление Уолл-стрит.

После Первой мировой войны фиктивный капитал США возрастал быстрыми темпами, что в значительной степени было связано с выпуском ничем не обеспеченных акций. К этому приводили и махинации профессионалов: тайный сговор при покупке-продаже ценных бумаг, утечка информации о тех или иных бумагах и т.п. Широкое распространение получило манипулирование ценами на коллективной основе — *пулами*. Так, в 1929 г. 107 выпусков акций на Нью-Йоркской фондовой бирже подверглось манипуляциям пу-

лами, в которых были заинтересованы сами члены биржи. Легальным считалось участие в пулах директоров корпораций.

Была широко распространена практика создания финансовых пирамид, когда дивиденды акционерам выплачивались не за счет прибыли, а за счет капитала, полученного в результате очередной эмиссии. Наиболее известный пример финансовой пирамиды 1920-х годов — пирамида шведской компании по производству спичек **Kruger & Toll**.

В годы, предшествовавшие биржевому краху, банки занимались не только покупкой и продажей ценных бумаг через созданные ими дочерние компании; необычайно широкого размаха достигло кредитование инвесторов (напрямую или через брокеров) для покупки ценных бумаг. Поскольку размер маржевого покрытия, т.е. доли собственных средств инвестора, идущих на покупку ценных бумаг, устанавливался банками самостоятельно и был весьма невысок, крах на фондовом рынке повлек за собой кризис неплатежей в банковской системе, массовое банкротство банков — 8 тыс. банкротств за период Великой депрессии.

Злоупотребления на рынке ценных бумаг США стали настолько очевидными, что президент Гувер обратился к главе Нью-Йоркской фондовой биржи Ричарду Уитни с просьбой устранить манипуляции на рынке и ограничить биржевые спекуляции. В 1932 г. Комитет по банкам и денежному обращению Сената по инициативе Гувера учредил Комиссию по изучению причин биржевого кризиса 1929 г., которую возглавил известный прокурор из Нью-Йорка Фердинанд Пекора. Слушания по этому делу превратились в публичную демонстрацию наиболее грязных и скандальных афер Уолл-стрит.

Ф.Д. Рузвельт, президент США с 1932 г., осуществил ряд мер по упорядочению первичного рынка ценных бумаг и обеспечению государственного контроля за деятельностью инвестиционных институтов.

Тяжелое финансовое положение и репутация биржевых профессионалов ограничили возможности Уолл-стрит каким-либо образом воспрепятствовать принятию правил, регламентирующих их деятельность.

По поручению Рузвельта бывший председатель Федеральной комиссии по торговле Х. Томсон — автор демократической платформы по вопросам, связанным с регулированием рынка ценных бумаг, — подготовил соответствующий закон, который после доработки был единогласно одобрен сенатом. В мае 1933 г. был принят Закон о ценных бумагах (**Securities Act**), который наряду с другими законами (с поправками) действует и поныне.

6.2. Органы контроля и надзора

Органы контроля и надзора за рынком ценных бумаг в **промышленно развитых странах** в основном стали создаваться после мирового кризиса **1929—1933** гг., обусловившего необходимость жесткого регулирования рынка ценных бумаг и создания государственных органов контроля. Были организованы специальные органы регулирования в виде комиссий по ценным бумагам и биржам. В ряде стран функции госрегулирования были переданы либо министерствам финансов, либо местным органам власти.

США. Для проведения в жизнь законодательства в **1933—1934** гг. в США была образована Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission, SEC) — независимый надзорный орган по контролю над выпусками и обращением ценных бумаг. Руководство SEC состоит из пяти членов, из которых к одной партии могут принадлежать не более трех. Руководители назначаются президентом США и утверждаются сенатом на пятилетний срок. Состав SEC ежегодно должен обновляться по мере истечения срока полномочий кого-либо из членов.

К полномочиям SEC относятся: регистрация фирм-эмитентов, брокеров, дилеров, консультантов по ценным бумагам; регулирование деятельности профессиональных участников рынка; регулирование торговли ценными бумагами в биржевом и внебиржевом оборотах; надзор за деятельностью инвестиционных фондов всех видов; установление порядка регистрации и публикации информации по всем видам ценных бумаг, котирующихся и обращающихся на национальных фондовых биржах; расследование случаев мошенничества, махинаций и иных противозаконных действий на рынке ценных бумаг; наложение административных санкций.

В области нормотворчества Конгресс США делегировал SEC право издавать юридические акты, по статусу приравняемые к законам. Она может самостоятельно расследовать случаи нарушения действующих законов и в зависимости от обстоятельств налагать взыскания, инициировать заведение гражданских дел либо передавать материалы в Министерство юстиции, которое решает вопрос о возбуждении уголовных дел.

О масштабах деятельности SEC свидетельствуют следующие данные: в 1996 г. SEC наблюдала за деятельностью 8500 зарегистрированных брокеров/дилеров, включая принадлежащие им 62 тыс. отделений, и за 530 600 зарегистрированными представителями; контролировала восемь действующих бирж, NASDAQ и уличный рынок, 15 зарегистрированных клиринговых агентств и Корпорацию по защите инвесторов.

Ни федеральные законы, ни законы штатов не содержат юридического определения инсайдеров и инсайдерской торговли. Правда, в Законе о торговле ценными бумагами содержатся их характерные признаки. *Инсайдеры* — лица, имеющие особые обязательства перед биржами и надзорным органом по раскрытию информации.

Каждое лицо — владелец более 10% ценных бумаг компании, зарегистрированной в SEC, каждый председатель совета директоров и председатель правления компании, бумаги которой подлежат регистрации, подотчетны SEC и руководству биржи. Не позднее чем через 10 дней по истечении месяца, в котором произошли изменения в размерах пакета контролируемых акций и структуре всего портфеля по владельцам, они обязаны информировать об этих фактах SEC и биржу. Через специальный банк данных и деловую прессу эти сведения становятся открытыми для общественности.

В отношении инсайдеров установлены ограничения в торговле ценными бумагами. Служащие компании-эмитента, проводившие операции с ценными бумагами, в течение шести месяцев обязаны перечислить своей компании всю полученную прибыль; факт использования в торговле недоступной публике информации значения не имеет.

Фактом наличия нераскрытой информации признается ее недоступность публике и существенность ее содержания. Обеспечение доступности через средства массовой информации требует известного периода ожидания, в течение которого сделки проводить не рекомендуется. Рекомендуется воздерживаться от сделок в течение не менее 24 часов с момента опубликования сведений. Под содержательной стороной подразумевается то, что, будучи учтенной благонадежным инвестором в своих инвестиционных планах, эта информация могла бы повлиять на курс ценной бумаги.

К нераскрытой относится информация об изменениях в планируемых выплатах дивидендов, корректировках объемов продаж, переговорах, слияниях и поглощениях, изменениях в составе управления компании, освоении новых производств, изменениях акционерного капитала.

Наконец, хотя законодательство юридически четко не определяет инсайдеров, оно все же придерживается широкого толкования этой группы лиц. К ним относятся как активные инсайдеры — лица, непосредственно использующие информацию при заключении сделок, так и пассивные — лица, передающие неизвестные сведения активным инсайдерам за вознаграждение. Наказанию подлежат и те и другие независимо от длины цепочки.

За недозволенную деятельность на рынке ценных бумаг в США установлена административная, гражданская и уголовная ответственность; не исключается и сочетание видов наказания.

В области преследования инсайдеров SEC предоставлены большие права. Если раньше при заведении гражданских дел она могла обращаться в суд только с иском об изъятии незаконно полученной прибыли, то после внесения изменений в законодательство в 1980-х годах она вправе выдвигать обвинение в отношении и активных и пассивных инсайдеров, требуя от них возмещения ущерба. Возмещенные суммы перечисляются в доход федерального бюджета.

Органы надзора фондовых бирж обеспечивают нормальную работу во время биржевых сессий, устанавливают правила приобретения мест на бирже и котировок ценных бумаг, а также налагают штрафы на участников рынка, нарушающих регламент. Эти функции за ними закреплены законодательно; когда принимаемых мер оказывается недостаточно, то в дело вмешивается SEC.

Деятельности органов надзора фондовых бирж помогают электронные регистраторы текущих сделок, объединенные в общенациональную сеть. Выявление сомнительных операций в значительной мере компьютеризировано; в системе электронных торгов NASDAQ принимают участие 50 контролеров, использующих 40 специальных электронных продуктов для отслеживания сомнительных операций.

В случаях отказа автоматизированных приемов надзора контролеры NASDAQ проводят дополнительные расследования, запрашивая необходимые сведения непосредственно у контрагентов по сделкам. Ежегодно им приходится заниматься многими тысячами случаев установления злоупотреблений; примерно в 250 из них выносятся решения о наложении штрафа или аннулировании лицензии. В наиболее тяжелых случаях привлекается SEC.

Япония. В Японии сложилась двухуровневая система регулирования, при которой контроль за рынком осуществляется как государством (министерством финансов), так и саморегулируемыми организациями.

В 1948 г. по образцу SEC США была образована Комиссия по ценным бумагам Японии. По окончании оккупации в 1951 г. она была упразднена, а ее полномочия вместе с персоналом перешли к Министерству финансов, так как американская концепция независимости Комиссии, стоящей вне политики, в японских условиях не была оценена.

Министерство финансов самым тесным образом связано с частным бизнесом. По традиции в Японии государственный чиновник по достижении им пенсионного возраста (55 лет) получает хорошо

оплачиваемую должность в частном секторе как вознаграждение за годы, проведенные на относительно низкооплачиваемой работе в государственном учреждении.

Существует непосредственная связь между Министерством финансов и сообществом брокерских фирм. Численность сотрудников в Управлении ценных бумаг Министерства финансов Японии невелико — всего 150 человек.

При Министерстве финансов создан совещательный орган — Совет по ценным бумагам и биржам. В его состав входят 20 специалистов, связанных с индустрией ценных бумаг. Совет назначается министерством на два года. В функции Совета входит подготовка рекомендаций для Министерства финансов по совершенствованию законодательства по ценным бумагам.

В июле 1992 г. после кризиса на фондовом рынке Японии (1990—1991 гг.), выявившего серьезные злоупотребления, манипулирование ценами и использование служебной (внутренней) информации, была основана новая Комиссия по ценным бумагам и биржам, в функции которой входили наблюдение и контроль за состоянием непосредственно на рынке. В отличие от SEC японская Комиссия — аффилированное учреждение Министерства финансов, которое по-прежнему выполняет надзорные функции, т.е. участвует в регулировании рынка. Кроме того, в рамках министерства действует биржа по финансам, которая регулирует деятельность участников рынка и сам рынок.

В 1994 г. Министерство финансов разрешило самым крупным коммерческим (городским) банкам учреждать дочерние компании по торговле ценными бумагами (без права совершать сделки с акциями и производными от них ценными бумагами).

Франция. Функции регулирования фондового рынка во Франции возложены на Министерство финансов. Однако основную работу осуществляют специальные организации. Так, защита интересов инвесторов возложена на Комиссию по биржевым операциям (Commission des Operations de Bourse, COB), созданную в 1967 г., по функциям напоминающую SEC США. Руководит ею правление из девяти членов. Комиссия контролирует соблюдение стандартов раскрытия информации эмитентами и использование инсайдерской информации. В случае нарушения установленных правил Комиссия вправе направлять материалы в прокуратуру или применять собственные санкции, в частности налагать штрафы.

Комиссия выдает лицензии на создание инвестиционных компаний (взаимных фондов **SICAV**), на управление портфелями ценных бумаг, расследует жалобы, поступающие от инвесторов. Она вправе запретить или отменить листинг той или иной ценной бумаги.

В соответствии с Законом о фондовых биржах (1988 г.) общий надзор за деятельностью брокерских компаний осуществляет Совет фондовых бирж, он же выполняет функции основной саморегулируемой организации Франции подобно Совету по ценным бумагам и инвестициям Великобритании. В **его** состав входят 12 человек, 10 из них избираются от брокерских фирм, один представляет **листинговые** компании, один — служащих фирм — членов Совета фондовых бирж.

Совет лицензирует компании, эмитирующие ценные бумаги, и разрабатывает Генеральный регламент — правила, касающиеся операций с ценными бумагами, свод которых утверждает Министерство финансов.

Генеральный регламент устанавливает нормативы для выпуска новыми компаниями ценных бумаг, правила листинга и исключения из него, правила поглощения компаний, содержит профессиональный кодекс поведения должностных лиц и служащих компаний.

При необходимости Совет вправе принимать дисциплинарные меры воздействия.

Согласно французским законам Общество французских бирж (ОФБ), имеющее статус специализированного финансового учреждения, контролирует повседневные операции на рынке, распространение информации инвесторам, проверяет заявки на листинг, направляемые в Совет по фондовым биржам, принимает решения об исключении из листинга. Согласно полномочиям, делегированным Советом фондовых бирж, ОФБ вправе приостанавливать торговлю любой ценной бумагой.

Французская Ассоциация биржевых обществ — профессиональная ассоциация компаний, выпускающих ценные бумаги, ее цель — отстаивать их интересы в правительстве Франции и ЕС; выполняет функции консультанта по финансовым и юридическим вопросам, а также арбитражные функции.

По закону 1989 г. инвесторы, приобретающие/продающие акции с правом голоса компаний, имеющие биржевую котировку, при изменении портфелей от пороговых значений на 5, 10, 20, 33,3, 50 и 66,6% обязаны в 5-дневный срок уведомить об этом биржу и в 15-дневный срок — самого эмитента. Затем биржа ставит в известность инвесторов об изменении пакетов, публикуя информацию в официальном бюллетене. Отсутствие уведомления автоматически **лишает** инвестора права голоса по приобретенным акциям на 2 года. Арбитражный суд по представлению председателя совета директоров компании, других акционеров или Комиссии может лишить нарушителя всех или части прав голоса на срок до 5 лет.

Приобретение акций, имеющих листинг на бирже (официальном или вторичном рынке), нерезидентами, не являющимися членами ЕС, требует предварительного согласия Министерства финансов, если их доля превысит 20% акционерного капитала, т.е. основную функцию регулирования выполняет Министерство финансов.

Германия. Регулирование фондового рынка в Германии было децентрализовано и осуществлялось специальными земельными органами. С принятием в 1994 г. Закона об операциях с ценными бумагами все функции регулирования перешли к Комиссии по ценным бумагам.

Основными профессиональными участниками рынка в Германии являются коммерческие банки, поэтому важная роль в регулировании рынка ценных бумаг принадлежит центральному банку — Немецкому федеральному банку (**Бундесбанку**), полномочия которого распространяются только на банки, и специальному контролирующему органу — Федеральной надзорной палате по банкам.

6.3. Законодательно-правовая база

Законодательная база рынка ценных бумаг стала активно развиваться после кризиса **1929—1933** гг., когда возникли новые условия, позволившие большинству стран с развитыми рынками ценных бумаг принять законы о ценных бумагах и фондовых биржах, которые определили дальнейшее развитие рынка ценных бумаг и его регулирование на многие годы. Эти законы обеспечили гибкое, эластичное развитие рынка ценных бумаг, предотвращение биржевых кризисов, защиту интересов инвесторов, регулирование **деятельности** участников рынка.

Законодательная база рынка ценных бумаг США. Солидная законодательно-правовая база, созданная в этот период на Западе, превратила рынок ценных бумаг в дополнительный источник финансирования экономики. Примером могут служить американские законы о ценных бумагах. Так, Закон о ценных бумагах 1933 г. предусматривает:

- предоставление инвестору информации о публично реализуемых ценных бумагах;
- предотвращение при продаже ценных бумаг обмана и мошенничества.

Главный способ достижения этих целей — раскрытие финансовой информации путем регистрации выпусков ценных бумаг и их реализации. Подавляющая часть выпусков облигаций и акций корпораций, товариществ с ограниченной ответственностью, трастов

и других эмитентов должна быть зарегистрирована в SEC. Это правило не распространяется на ценные бумаги федерального правительства и большинство облигаций местных органов власти.

Регистрация необходима для раскрытия информации о компании-эмитенте и ценной бумаге, которую она собирается продавать, чтобы инвестор мог оценить достоинства данной бумаги и принять решение о целесообразности ее покупки.

Регистрация предполагает, но не гарантирует точности приводимых в регистрационной заявке или проспекте эмиссии фактов. Закон, однако, запрещает сообщение ложной информации и предусматривает наказание в виде штрафа или тюремного заключения. Кроме того, инвесторы, купившие ценные бумаги, имеют право на возмещение убытков, если сумеют доказать, что им была предоставлена ложная или искаженная информация. Претензии могут быть предъявлены компании-эмитенту, ее директорам и ответственным лицам, андеррайтерам, торговцам ценными бумагами, а также ряду других вовлеченных в выпуск и торговлю ценными бумагами юридических и физических лиц.

Регистрация не означает, что к торговцам не попадут акции рискованных, плохо управляемых или убыточных компаний. SEC не имеет права разрешать или не разрешать проведение эмиссии исходя из достоинств ценных бумаг. Единственное требование — полная и точная информация о компании-эмитенте и эмитируемой ценной бумаге.

В процессе регистрации заполняются определенные для каждого типа компаний виды документов, содержащие:

- описание видов деятельности компании и принадлежащей ей собственности;
- описание ценной бумаги, предлагаемой к продаже, и ее связи с другими ценными бумагами этой компании;
- информацию об управлении компанией;
- финансовую отчетность с заключением независимого аудитора.

Регистрационная заявка и проспект эмиссии сразу после регистрации в SEC предаются гласности, однако реализовывать ценные бумаги можно спустя некоторое время (обычно через 20 дней).

SEC рассматривает регистрационные заявки и выявляет их соответствие требованиям к информации. Если заявка признана неполной или неточной, компанию просят предоставить дополнительные сведения. Если Комиссия сочтет, что недостаточность информации связана с преднамеренным сокрытием или искажением сведений, то назначаются слушания для выяснения обстоятельств дела или налагается запрет на выпуск ценной бумаги.

Акт 1934 г. о фондовых биржах базируется на тех же принципах, что и акт 1933 г., а именно на принципе предоставления информации. Акт 1934 г. защищает покупателей и продавцов ценных бумаг. Основными формами периодической отчетности публичных компаний являются годовой, квартальный отчеты и отчет о важных событиях, подаваемые в SEC, а также годовой отчет, посылаемый акционерам компании. Акт о фондовых биржах от 1934 г. запрещает инсайдерскую торговлю и обяывает должностных лиц, членов совета директоров и крупных акционеров корпораций периодически сообщать об их личных операциях с акциями своей компании. По акту 1934 г. инсайдерской считается конфиденциальная информация о делах компании, которая подлежит публичной огласке, но которая еще не стала достоянием гласности. До публичного раскрытия такой информации любые сделки, основанные на ее использовании, считаются незаконными, а прибыли, полученные от них, подлежат изъятию в пользу компании.

Акт 1934 г. предназначен главным образом для регулирования деятельности вторичных фондовых рынков. В нем предусмотрена обязательная регистрация в SEC:

- ценных бумаг, котирующихся на национальных фондовых биржах, а также некоторых выпусков, обращающихся на внебиржевом рынке;
- брокеров и дилеров, торгующих муниципальными долговыми обязательствами и ценными бумагами, зарегистрированными по акту 1934 г.;
- профессиональных ассоциаций брокеров/дилеров;
- национальных фондовых бирж;
- клиринговых агентств;
- трансфер-агентов;
- компаний — обработчиков информации по ценным бумагам.

Закон определяет наказание за мошенничество при операциях с фондовыми ценностями и ценовые манипуляции на рынке ценных бумаг.

Законодательная база рынка ценных бумаг Японии. Закон о ценных бумагах и бирже от 1947 г. базировался на американских законах. Он определял виды национальных ценных бумаг, нормы поведения на рынке участников, доступ к информации, организационную структуру и деятельность фондовой биржи, органы надзора и контроля, санкции и ответственность за махинации и мошенничество. В последующем в него шесть раз вносились поправки и дополнения, обусловленные кардинальными изменениями на рынке ценных бумаг Японии, стремлением усилить контроль со стороны го-

сударства в целях предотвращения крупных спекуляций, а также махинаций и мошенничества на фондовых биржах. В частности, поправки касались раскрытия информации эмитентов, создания фьючерского рынка и работы на них коммерческих банков, деятельности брокеров на фондовых биржах.

1 апреля 1993 г. в Японии вступил в силу Закон о реформе финансовой системы, который частично упразднил барьеры между коммерческими банками и брокерскими фирмами. Японским банкам (сначала долгосрочного кредита, а затем и прочим) было разрешено осуществлять андеррайтинг **твердопроцентных** ценных бумаг. Одновременно брокерским фирмам был открыт доступ к доверительным банковским операциям. Законодательная база рынка в Японии, как и в США, была нацелена на повышение устойчивости рынка ценных бумаг как дополнительного источника финансирования экономики.

6.4. Регулирование деятельности участников рынка ценных бумаг

Практику регулирования рынка проследим на примере национального рынка ценных бумаг США.

В США начиная с 1939 г. посредники, действующие исключительно или преимущественно на неорганизованном рынке, объединены в Национальную ассоциацию фондовых дилеров (NASD). Импульсом к объединению послужила Великая депрессия **1929—1933** гг. Массовые разорения брокерских фирм, многочисленные случаи недобросовестного проведения операций и откровенного мошенничества вызвали серьезную озабоченность как деловых кругов, так и федерального правительства США.

В начале 1930-х годов в рамках серии государственных мероприятий, направленных на преодоление последствий кризиса и оздоровление экономики США, был учрежден специальный орган — Национальная администрация восстановления (The National Recovery Administration, **NRA**), цель которой — стимулировать ключевые отрасли промышленности и финансовый сектор к выработке и принятию серии нормативных актов, регулирующих добросовестную конкуренцию.

В результате совместной работы представителей **NRA** и крупнейших инвестиционных банков в 1934 г. в целом была завершена подготовка Кодекса инвестиционных банков и создание комиссии, действующей на основе самоуправления и призванной регулировать

осуществление операций на внебиржевом рынке, а также контролировать соблюдение изложенных в Кодексе правил.

В 1938 г. решением Конгресса США (Закон Мэлони) была подтверждена необходимость и законность образования организации (или организаций) инвестиционных банков для регулирования **операций** с фондовыми ценностями на неорганизованном рынке. В следующем году представители инвестиционных банков, действовавших на внебиржевом рынке, объединились в NASD. Подтвердив правомочность положений Кодекса инвестиционных банков, вступившего в силу под названием «Правила добросовестной конкуренции NASD», Закон Мэлони фактически делегировал NASD широкий круг полномочий по регулированию внебиржевого рынка. Основной целью NASD было предотвращение недобросовестной конкуренции, манипулирования ценами и извлечения необоснованно высоких доходов, а также защита интересов общества и индивидуальных инвесторов. В качестве мер против членов Ассоциации, уклоняющихся от исполнения Правил, предусматривались штраф, приостановка членства и исключение из NASD. Приостановка членства в NASD или исключение из организации зачастую означали необходимость для нарушителя менять поле деятельности.

В 1980-е годы были установлены факты торговли конфиденциальной информацией (в основном о предстоящих слияниях и поглощениях) и происшедших противозаконных сделок, в которых использовалась инсайдерская информация. В эту противоправную деятельность оказались вовлеченными многие известные инвестиционные банки и **брокерско-дилерские** фирмы.

В результате в 1988 г. Конгресс США был вынужден принять Закон об инсайдерской торговле и мошенничестве с ценными бумагами, значительно ужесточивший наказания за данный вид экономических преступлений. SEC также приняла меры, направленные на предотвращение инсайдерской торговли. Так, должностным лицам корпораций было запрещено в течение шести месяцев перепродавать покупаемые ими акции своих компаний.

Предпринятые шаги сыграли большую роль в борьбе правительства с экономическими преступлениями на фондовом рынке, но полностью искоренить махинации не смогли, поскольку доказать факт участия того или иного лица фирмы в инсайдерской торговле чрезвычайно трудно. Дело в том, что сама по себе покупка акций в преддверии ожидаемых слияний и поглощений не является чем-то незаконным. Во-первых, в финансовых кругах постоянно циркулируют слухи о готовящихся сделках. Во-вторых, профессионалы всегда обладают значительными преимуществами по сравнению с рядовыми

инвесторами, так как по роду своей деятельности обязаны разбираться в том, какие компании готовы к слияниям и поглощениям. Таким образом, операции с выгодными ценными бумагами могут базироваться не на утечке конфиденциальной информации, а исключительно на профессиональной интуиции инвестиционных банкиров, брокеров и дилеров.

Хотя инсайдерские сделки представляют собой лишь один из видов преступлений на рынке ценных бумаг, SEC перенесла акцент своей деятельности именно на их пресечение и запрет. Основная причина такого поворота курса государственного регулирующего органа — политика правительства, направленная на восстановление доверия к фондовому рынку, заметно пошатнувшегося после биржевого краха 1987 г., который нанес сокрушительный удар по держателям ценных бумаг. Так, падение курсов акций привело к их обесценению на 500 млрд долл., и инсайдерская торговля грозила потенциальным оттоком огромных масс денежных ресурсов с фондового рынка, так как нарушала один из основополагающих принципов американского законодательства о ценных бумагах, поддерживающий сбалансированность рынка: принцип открытости и доступности информации, необходимой для принятия инвестиционных решений на первичном и вторичном рынках ценных бумаг.

Закон 1933 г. регулирует деятельность инвестиционных банков по розничному размещению новых выпусков ценных бумаг на первичном рынке. Он требует от членов эмиссионных синдикатов и участников продающих групп обязательного распространения окончательных вариантов проспектов среди покупателей выпуска. Теоретически инвесторы должны получать окончательный вариант проспекта до покупки ими ценных бумаг, поскольку именно на его основе должны приниматься инвестиционные решения. Однако на практике сделки заключаются в «период ожидания» и, как правило, по телефону, а после наступления «эффективной даты», если клиенты не передумали, подтверждаются. В подавляющем большинстве случаев покупатели получают окончательный вариант проспекта одновременно с подтверждением сделки о покупке ими ценных бумаг. Таким образом, по существу, инвесторов информируют о том, что они уже приобрели. Если инвесторы, купившие ценные бумаги, понесут впоследствии убытки, то они располагают формальным основанием для возбуждения судебных исков против компании-эмитента и инвестиционного банка-андеррайтера.

Закон 1934 г. имеет самое непосредственное отношение к американским инвестиционным банкам, поскольку банки составляют большинство членов американских фондовых бирж, а также служат

основным посредником первичного внебиржевого рынка. Кроме того, представители инвестиционных банков широко представлены в советах директоров американских корпораций и на них распространяются положения Закона 1934 г., направленные на запрет и предотвращение инсайдерской торговли.

Саморегулирование и самоконтроль, осуществляемые фондовыми биржами и профессиональными ассоциациями рынка, распространяются на инвестиционные банки, включая их посреднические операции.

Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам (National Association of **Securities** Dealers, NaSD) дополняет усилия государственных органов, осуществляя свой собственный контроль за первичным размещением публичных эмиссий. Так, ведущие менеджеры гарантийных синдикатов не позднее чем за 15 рабочих дней до ожидаемого начала продажи выпуска обязаны представить в отдел корпоративных финансов вышеупомянутой организации копии всех документов, подаваемых компаниями-эмитентами в SEC, а также некоторую другую информацию. Это правило распространяется на все выпуски, размещение которых проводят фирмы — члены NASDAQ, выступающие в качестве членов гарантийных синдикатов или участников продающих групп. NASDAQ, как и SEC, не дает оценки достоинств регистрируемых выпусков и не комментирует «справедливость» предлагаемых инвестиционными банкирами ценовых вилоч. Основная цель NASDAQ — проверка соответствия основных положений представляемых на ее рассмотрение соглашений о проведении андеррайтинга по так называемым правилам честной игры. Эти правила, принятые в 1939 г., предусматривают, в частности, установление фирмами — членами NASDAQ «справедливых» расценок на свои услуги. При регистрации **андеррайтинговых** соглашений в Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам основное внимание уделяется величине спреда и комиссионных инвестиционных банков.

При самоконтроле и саморегулировании меры NASDAQ как на первичном, так и на вторичном рынке ценных бумаг, независимо от того, направлены они на профилактику или пресечение уже происшедших злоупотреблений, в большинстве случаев совпадают по своей направленности с мерами государственных регулирующих органов. В 1991 г. в Конгресс США поступил законопроект, нацеленный на предотвращение злоупотреблений в области «коротких» продаж на фондовых биржах и во внебиржевом обороте, сводившийся в основном к расширению перечня информации, предоставляемой фирмами и лицами, вовлеченными в подобные сделки. Спус-

тя полгода инспекторы NASDAQ ужесточили регулирование этого вида сделок на внебиржевом рынке. Новые правила запретили фирмам — членам этой ассоциации совершать «короткие» продажи как для себя, так и для своих клиентов по цене, равной или ниже предпоследней зафиксированной на этом рынке цене покупателя. Аналогичные правила были приняты ранее на Нью-Йоркской фондовой бирже с целью минимизировать негативное влияние на динамику курсов чрезмерно активной игры на понижение. Приведенный пример — лишь один из многих, наглядно демонстрирующих взаимодействие посредников и государственных регулирующих органов. Это объясняется, во-первых, тем, что существуют точки пересечения интересов бизнеса и государства (например, взаимная заинтересованность в поддержании эффективного функционирования рынка ценных бумаг). Во-вторых, там, где эти интересы сходятся, бизнес предпочитает жесткий контроль и саморегулирование любому, пусть даже самому мягкому вмешательству извне.

Меры NASDAQ на рынке ценных бумаг, за исключением случаев мошенничества в особо крупных размерах, чреватых серьезными негативными последствиями, сводятся, как правило, к достижению так называемых компромиссных договоренностей. Нарушители в лице эмитентов, посредников и инвесторов либо соглашаются уплатить штраф без признания или отрицания вины, либо передают дела на рассмотрение в саморегулируемые организации (биржи и профессиональные ассоциации).

Конец 1980-х годов в США и других западных странах характеризовался самым глубоким со времен Великой депрессии биржевым кризисом, а также небывалым размахом инсайдерских сделок вокруг поглощаемых компаний. В результате произошли серьезные изменения в политике как государственных регулирующих инстанций, так и самих представителей участников рынка. Угроза подрыва стабильности рынка ценных бумаг заставила саморегулируемые организации рынка объединить усилия с государственными регулируемыми органами и принять ряд мер, направленных на предотвращение биржевых потрясений.

Усиление государственного регулирования в США в конце 1980-х годов затронуло главным образом вторичный рынок ценных бумаг. На первичном рынке в этот период наблюдалось некоторое ослабление регламентационной деятельности государства, что проявилось в упрощении или отмене процедур регистрации новых выпусков ценных бумаг для отдельных категорий компаний (главным образом мелких и средних). Такая мера была направлена на поддержку малого бизнеса путем облегчения для него процесса привлечения

долгосрочного капитала, а также сокращения его издержек на проведение эмиссий ценных бумаг. В начале 1990-х годов SEC продолжила работу в данном направлении.

Был выдвинут ряд предложений, направленных на расширение доступа малого бизнеса к финансированию путем обращения к рынку ценных бумаг, например, увеличить до 1 млн долл. размер эмиссий, не подлежащих регистрации ни на федеральном уровне, ни на уровне штата, при образовании новых компаний. До февраля 1992 г. вновь созданные компании могли проводить эмиссии в размере до 500 тыс. долл. без какой-либо регистрации, следующие 500 тыс. долл. требовали регистрации в инстанциях штатов, а все последующие эмиссии — в SEC.

Деятельность инвестиционных компаний и инвестиционных консультантов (управляющих компаний) находится под строжайшим контролем со стороны государства как на федеральном уровне, так и на уровне штатов.

В 1996 г. в США был принят закон, регулирующий деятельность инвестиционных компаний и инвестиционных консультантов (The National Securities Markets Improvement Act), упростивший регулирование деятельности инвестиционных компаний, не ставя под угрозу безопасность инвесторов. В целях защиты вкладчиков SEC и комиссиями штатов инвестиционные консультанты, управляющие активами клиентов в сумме свыше 25 млн долл., и взаимные фонды, действующие в штатах, где нет регулирующих комиссий, должны регистрироваться в SEC, регулирующие комиссии штатов могут предпринимать действия по возбуждению дел против инвестиционных консультантов в случае мошенничества.

Новый закон позволил SEC отказывать в регистрации инвестиционному консультанту, если в последние 10 лет он был осужден за любое преступление. Закон обязал SEC обеспечить инвесторам бесплатное получение информации о любом консультанте, включая сведения о гонорах.

Регулирующие органы, не вмешиваясь в инвестиционную политику фондов, следят за своевременным раскрытием информации и правильностью бухгалтерского учета.

Фонд, который хочет получить статус диверсифицированного, обязан 75% своих активов вкладывать таким образом, чтобы не более 50% были инвестированы в один выпуск акций одной из корпораций; остальные 25% могут быть вложены по усмотрению фонда.

Законодательства штатов требуют, чтобы фонды были обязательно зарегистрированы в конкретном штате; за пределами штатов жителям запрещается покупать акции этих фондов. Существуют

специальные службы, которые следят за исполнением указанного правила.

Во избежание хищения активов в законе об инвестиционных компаниях предусмотрена обязанность фондов заключать договор с коммерческим банком о депозитарном обслуживании. Депозитарий хранит все активы фонда (наличность и ценные бумаги), получает все купленные фондом сертификаты ценных бумаг, проводит оплату купленных фондом акций, выделяет средства на текущие расходы фонда, получает причитающиеся ему дивиденды и проценты. Доступ к депозитарной деятельности рынка ценных бумаг очень ограничен: депозитариями для 3 тыс. американских фондов служат менее 20 крупнейших банков.

В США рассматривается вопрос о радикальной реорганизации NASDAQ, которую постоянно обвиняют в дискриминации рядовых вкладчиков. Комиссия по ценным бумагам и биржам приступила к проведению реформы NASDAQ в целях либерализации ее деятельности. Защитить интересы мелких инвесторов можно, уравнив их в правах с крупными участниками фондового рынка.

Предложения, позволяющие мелким инвесторам получать наивысшие котировки на всех фондовых рынках, встречают сопротивление, поскольку это приведет к значительному снижению доходов поддерживающих рынок брокеров и дилеров. Однако эксперты считают, что от преобразований выиграют все и на фондовый рынок будут привлечены новые участники.

Раздел

II

Биржевой фондовый рынок

- Глава 7. Фондовая биржа: западная модель
- Глава 8. Эволюция фондовой биржи

Глава

7

Фондовая биржа:
западная модель7.1. Возникновение и развитие
фондовой биржи

В период Позднего Средневековья в результате Великих географических открытий расширились области международной торговли, что потребовало крупных денежных сумм. Это привело к созданию акционерных обществ (английских и голландских торговых компаний), которые стали первыми крупными эмитентами ценных бумаг.

Фондовая биржа возникла в эпоху первоначального накопления капитала. Появление бирж (нидерл. **beurs** — кошелек) связывают с деятельностью семейства Берза из Брюгге, на фамильном гербе которого были изображены три кошелька.

Первая торговая биржа возникла в Антверпене еще в 1531 г., а первая фондовая биржа — в Амстердаме в XVII в. В XVIII—XIX вв. фондовая биржа получила широкое распространение в Англии, по мере развития капитализма и превращения государства в мировую державу.

Первоначально развитие биржи было связано с ростом государственного долга, так как вложенные в облигации займов капиталы могли быть в любое время превращены в деньги. В XVII в., с появлением первых акционерных обществ, объектом биржевого оборота становятся акции — в основном английских Ост-Индской и Вест-Индской компаний. Однако их деятельность также определялась наличием государственного долга, поскольку акционерные компании учреждались при условии вложения части своих средств в государственные займы. Высокие прибыли, получаемые этими компаниями от колониальной торговли, способствовали резкому повышению курсов их акций и биржевым спекуляциям. Поэтому фондовая биржа в период становления капитализма была в определенной степени важным фактором первоначального накопления капитала.

Значение фондовой биржи возросло во второй половине XIX в. в связи с массовым созданием акционерных обществ и ростом выпуска ценных бумаг. Более интенсивное накопление денежных капиталов по сравнению с ростом производства и увеличение слоя рантье определили огромный спрос на ценные бумаги, что привело к увеличению биржевых оборотов; главное место на фондовой бирже заняли акции и облигации частных компаний и предприятий.

Посредством биржи стали осуществлять долгосрочные вложения денежных капиталов как в акции и облигации частных компаний, так и в ценные бумаги государства. Биржевой механизм превратился в инструмент мобилизации денежных капиталов не только для долгосрочных вложений, но и для краткосрочных кредитов. Для покупки ценных бумаг на бирже стали использовать не только собственные средства, но и ссудные капиталы, взятые у банков. В таких условиях биржа предъявляет тем больший спрос на ссудный капитал, чем больше сам биржевой оборот и чем выше курсы ценных бумаг. Как правило, в период промышленного подъема биржевой оборот возрастает за счет роста эмиссии ценных бумаг и повышения их курсов.

В условиях современного капитализма вложение денег в ценные бумаги продолжает оставаться актуальным. Положение на фондовой бирже, как правило, привлекает внимание различных слоев населения, частного сектора и правительства.

Биржа продолжает занимать видное место в структуре капиталистической экономики, особенно в сфере обращения, и служит важным источником поступления денежных средств в промышленность и другие отрасли хозяйства. Она отражает также конъюнктурное положение в экономике, частном секторе, психологический настрой населения.

Биржа представляет собой рынок, на котором продают свои ценные бумаги (главным образом акции), с одной стороны, корпорации, кредитно-финансовые учреждения, нуждающиеся в дополнительных денежных средствах, а с другой — физические лица, различные организации, стремящиеся выгодно вложить свои сбережения. Корпорации, как правило, продают вкладчикам (покупателям) часть доли или всю свою долю собственности. Особенность биржи состоит в том, что через нее осуществляются продажа и покупка акций прежних выпусков, т.е. переход уже существующих акций от одного владельца к другому. Подобного рода операции не приводят к образованию нового капитала, но создают так называемые ликвидные средства, позволяющие увеличить количество наличных денег. Без гарантии ликвидности вкладчики не стали бы покупать новые выпуски акций. Рыночная стоимость ценных бумаг (биржевая капитализа-

ция) в 1999 г. достигла в Англии — 2855 млрд, в ФРГ — 1432 млрд, в Швейцарии — 695 млрд, во Франции — 1503 млрд, в Италии — 728 млрд долл. Капитализация на Нью-Йоркской фондовой бирже составляет 11 438 млрд долл., на Токийской — 4455 млрд. В 2001 г. капитализация акций составила, млн долл.: в США — 13 983 849; в Германии — 1 071 749; в Великобритании — 2 149 501; во Франции — 1 174 328; в Италии — 527 397; в Швейцарии — 527 356¹.

В США центральной биржей является Нью-Йоркская фондовая биржа. К региональным относятся Американская фондовая биржа, также расположенная в Нью-Йорке, биржи Филадельфии, Лос-Анджелеса, Сан-Франциско.

В других **промышленно** развитых странах биржа в основном представлена центральными биржами, расположенными либо в столицах, либо в крупнейших **промышленно-финансовых** центрах. В Германии центральной фондовой биржей является биржа во Франкфурте-на-Майне, во Франции — Парижская, в Англии — Лондонская, в Италии — Римская, в Японии — Японская фондовая биржа (Токио), в Швейцарии — Швейцарская (Базель). В США ежедневно на центральной фондовой бирже продаются и покупаются ценные бумаги свыше 1,5 тыс. корпораций.

Покупка акций вкладчиком представляет собой приобретение не только доли собственности в каком-то предприятии, но также ответственности и определенного финансового риска предпринимателя. Покупатель акции будет вознагражден и получит дополнительный доход, если корпорация или компания получит прибыль. В противном случае акционер останется без дивиденда. Он может и потерять свой вклад при банкротстве компании. Акции привлекают вкладчиков тем, что их ценность может вырасти значительно быстрее вкладов в банках или государственных ценных бумаг. В условиях экономического бума и инфляционных процессов цена акции растет значительно быстрее. В то же время прибыль от такого роста носит чисто теоретический характер и может быть реализована только при продаже акций. Привлекательность этой формы вложения капитала объясняется также определенными налоговыми льготами. В послевоенные годы число акционеров в капиталистических странах возросло. В конце 1970-х годов держателей ценных бумаг в США было 33 млн, в Англии и Японии — по 5 млн, в ФРГ — 4,4 млн, во Франции — 3,5 млн. В США их число увеличилось с 6,5 млн в начале 1950-х годов до 30 млн в начале 1960-х, что объяснялось в основном повышением курса акций на бирже, а в 70-х годах упало до 25 млн, что было вызвано длительной стагфляционной **конъюнкту-**

¹ Составлено по: www.fibv.com. www.feas.org; www.mse.ru

рой. Однако в 1980-е годы их число вновь выросло и достигло 35 млн человек, а к 2004 г. — около 68 млн¹.

В целом биржа принимает значительно больше вкладчиков косвенным путем — через пенсионные фонды предприятий, средства которых частично вкладываются в ценные бумаги через биржу. По оценке американских биржевых экспертов, потенциальными покупателями на бирже являются около 100 млн человек.

Долгое время ряд экономистов подчеркивали, что роль фондовой биржи будет снижаться, так как мощные кредитно-финансовые институты будут доминировать на рынке ценных бумаг. Однако крупные банки и другие кредитно-финансовые институты потеснили индивидуальных вкладчиков, и ее роль возросла. Расширение участия этих учреждений в торговле ценными бумагами через биржу укрепило ее роль как важного элемента национальных рынков ссудных капиталов. Более того, произошло увеличение числа индивидуальных вкладчиков на бирже таких стран, как США, Великобритания, Франция, и особенно в малых странах (Швеция и Финляндия).

Все это свидетельствует о том, что биржа продолжает выполнять важную роль по аккумуляции и мобилизации денежного капитала, несмотря на то что она представляет собой вторичный рынок, выполняющий функцию перераспределения.

Значение фондовой биржи возрастает также в связи с интернационализацией производства и капитала, что проявляется в деятельности крупных кредитно-финансовых институтов.

Через кредитно-финансовый и валютный механизм биржа в значительной степени связана с промышленным циклом, обуславливающим определенные колебания на бирже через изменение валютных курсов и процентных ставок, приводя к изменениям в торговых и платежных балансах, а также на рынке ссудных капиталов. Особое воздействие на биржу оказывает расстройство государственных финансов, которое выражается в огромных дефицитах бюджетов и росте государственного долга. Примером может служить биржевой крах в США в октябре 1987 г., который вызвал цепную реакцию на биржах Западной Европы и Юго-Восточной Азии. В целом падение курсов акций на крупнейших биржах мира достигло 40%.

Процесс купли-продажи ценных бумаг в настоящее время полностью автоматизирован и компьютеризирован, что в значительной степени снижает издержки и повышает производительность сделок. С помощью ЭВМ разрабатываются специальные программы по наиболее выгодному размещению денег. Изменилась и спекуляция на бирже. В настоящее время это противоборство «быков» и «медведей»

¹ Рассчитано по: *Statistical Abstracts* of US. 2004—2005. P. 736.

ведется с широким применением компьютеров, позволяющих добывать «внутреннюю информацию» корпораций, т.е. своеобразного шпионажа.

Государственная поддержка способствует усилению роли биржи, поскольку система законодательного регулирования не допускает грандиозных спекуляций и мошенничества. Бирже обеспечена кредитная поддержка государства и через систему кредитно-финансовых институтов.

С усилением роли банковских монополий экономическая роль биржи возрастает; здесь банки и другие кредитно-финансовые учреждения совершают операции с ценными бумагами, мобилизуя денежные средства предприятий, компаний и населения. В настоящее время возрос объем фиктивного капитала, посредником при переливе которого служит фондовая биржа.

7.2. Организационная структура биржи

Фондовые биржи организуют либо в форме частных корпораций — акционерных обществ (Англия и США), либо в форме публично-правовых институтов (Германия и Франция). При акционерной форме организации биржевые дельцы являются акционерами биржи. Прием в члены биржи ограничен; самостоятельная торговля на бирже является монополией ее членов.

Во главе биржи стоит биржевой комитет или совет управляющих. В США членами фондовой биржи являются брокеры — физические лица либо брокерские компании, выполняющие посреднические функции от имени своих клиентов (состоятельных физических лиц, торгово-промышленных корпораций и кредитно-финансовых учреждений). На бирже действуют также дилеры и джобберы (спекулянты), которые ведут операции в основном за свой счет. Они проводят операции с конкретным видом ценных бумаг, заключая сделки с брокерами или между собой.

Биржа — это прежде всего торговый зал, в котором брокеры исполняют заказы на куплю-продажу ценных бумаг. Для того чтобы иметь своих трейдеров на бирже, инвестиционный дилер должен стать ее членом, пройдя сложную процедуру установления его профессиональной, финансовой и моральной пригодности к биржевой работе. Это начинается с подачи заявления о приеме в члены биржи. Руководство биржи может потребовать, например, чтобы не менее 40% директоров и партнеров брокерской фирмы активно участвовали в инвестиционном бизнесе, а лица, не имеющие к нему отношения, владели бы не более 10% акций фирмы.

Заявитель должен доказать, что на ключевых постах фирмы находятся люди, прошедшие требуемую профессиональную подготовку. После этого публикуется извещение о подаче заявления. Окончательно вопрос решается либо руководителями биржи, либо всеми ее членами путем голосования («за» должно быть подано не менее 2/3 голосов).

Став членом биржи, брокер должен приобрести «место» на ней, т.е. получить право на торговлю, право иметь в торговой зоне биржи своего трейдера и совершать операции с ценными бумагами, внесенными в биржевой список.

Управление, разработка и осуществление политики биржи — прерогатива ее руководящего органа — биржевого комитета или совета управляющих, который формируется из нескольких служащих биржи (резидента, например) и опытных брокеров, которые становятся управляющими биржи на определенный срок. В руководство входят также внешние управляющие, которые избираются или назначаются из числа опытных лиц, не связанных с брокерским бизнесом. Внешние управляющие представляют интересы широкой инвестирующей публики и компаний, акции которых котируются на бирже. Главное должностное лицо на бирже — президент, назначаемый правлением (советом управляющих).

Из представителей фирм — членов биржи создаются различные комитеты: аудиторский, бюджетный, по системам (компьютерным), биржевым индексам, опционам. Число и состав комитетов меняются; постоянны только два комитета; по листингу (рассматривает заявки на включение акций в биржевой список) и по процедурам торгового зала, который совместно с администрацией определяет режим торговли и следит за соблюдением инструкций, регламентирующих поведение в торговых залах.

Во многих странах закон наделяет биржи значительными правами, что превращает их в эффективный механизм саморегулирования инвестиционного процесса. Так, биржи сами устанавливают минимальные размеры капитала и стандарты поведения для компаний, желающих включить свои акции в биржевой список, разрабатывают процедуры листингов, торговли списочными ценностями, следят за отчетностью компаний, прошедших листинг.

Обычно биржи представляют собой бесприбыльные ассоциации, освобожденные от уплаты корпоративного подоходного налога. Основные статьи их дохода:

- акциз (налог на сделку), взимаемый с биржевых фирм за каждый заказ, исполненный в торговом зале;
- плата компаний за включение их акций в биржевой список;
- ежегодные взносы компаний, расходуемые биржей на поддержание их листинга в хорошем состоянии;

- плата компаний за изменения в листинге в связи, например, с изменениями в структуре их капитала;
- эпизодические взносы биржевых фирм на покрытие текущих убытков или создание необходимых резервов;
- вступительные взносы новых членов.

Акции нового выпуска обычно проходят подписку у посредников инвестиционных банков, брокеров, дилеров и первоначально реализуются либо через первичный, либо через уличный рынки. Только после того как акции были распроданы посредниками и получены доказательства их удовлетворительного размещения, они попадают в котировочный список («лист») одной или нескольких бирж. Процедура включения акций в этот список называется *листингом*.

Листинг дает компании определенные преимущества:

- повышает престиж и расположение инвесторов к компании, выпустившей акции;
- компания, прошедшая через листинг, получает лучшие условия кредитования;
- по листингу акционеры могут легко следить за сделками и котировками;
- облегчается облигационное финансирование, так как в дальнейшем листинг позволяет компании осуществлять выпуск как новых конвертируемых облигаций, так и других облигаций, которые будет легче продать;
- отличается оценка акций в целях налогообложения.

Процедура листинга выглядит следующим образом. Сначала компания заполняет бланк заявки на листинг. Это, по существу, анкета, с помощью которой биржа получает детальную информацию о заявителе и его операциях. Заявитель должен сообщить все факты материального характера его бизнеса. К заявлению прилагаются копии устава, последнего проспекта эмиссии, финансовых сводок, включая сводку прибылей и убытков за последние годы, образцов акционерных сертификатов, годовых отчетов и заключения юрисконсульта фирмы по всем вопросам организации фирмы и выпуска ее акций.

Представив эти документы, компания подписывает официальное соглашение о листинге и тем самым берет на себя обязательство поддерживать листинг в должном состоянии, т.е. выполнять **указанные** в соглашении инструкции по передаче бирже:

- сведений о полиграфическом исполнении акционерных сертификатов;
- годовых и промежуточных отчетов;
- сведений о трансфер-агенте и регистре компании;
- заполненной анкеты, рассылаемой биржей ежегодно для получения общей информации о компании;

- сведений о предстоящих изменениях в ордерах и правах компании;
- сведений о дивидендах и иных распределяемых доходах;
- планов андеррайтинга, выпуска опционов, продажи и выпуска акций;
- сведений о предстоящих изменениях в делах компании.

Одновременно компания уплачивает бирже за листинг единовременный сбор, размеры которого зависят от числа акций, включаемых в биржевой список. Кроме того, ей предстоит ежегодно вносить определенную сумму за поддержание листинга в требуемом состоянии. После первого листинга взимается сбор за листинг дополнительных акций, за любое изменение в капитализации (расщепление акций, например), за изменение названия фирмы и другие изменения, затрагивающие биржу.

Комитет биржи по листингу, рассмотрев заявление и прочие документы, выносит решение и устанавливает дату включения акций в торговлю на бирже.

Особенность организационной структуры фондовой биржи в послевоенный период состоит в создании в западных странах помимо центральной биржи региональных, что вызвано ростом объема фиктивного капитала. Так, в США до недавнего времени действовало 13 фондовых бирж, в Великобритании — 22, в Германии — 8, во Франции — 7, в Японии — 9, в Канаде — 5. Крупнейшие из них — это Нью-Йоркская, Токийская, Парижская, Лондонская, Франкфуртская.

Члены биржи (брокеры или дилеры) за свое посредничество получают комиссионные (брокерские, или куртаж).

В организации биржевых сделок очень важным техническим элементом служат электронные табло, на которых указываются корпорации и котировка курсов их акций. Как правило, крупные биржи располагают **пятиколоночными** табло, где фиксируются курсы: открытия, минимальный, максимальный (в течение дня), текущий и единый.

7.3. Биржевые операции

Существуют различные виды биржевых операций, среди них основные — кассовые и срочные сделки.

Кассовые сделки — сделки, при которых ценные бумаги переходят от продавца к покупателю немедленно или спустя короткое время и оплачиваются наличными в течение срока от одного до семи дней. В кассовых сделках ценные бумаги покупаются обычно не

профессиональными спекулянтами, а инвесторами, приобретающими их для более или менее долгосрочного вложения капитала.

Срочные сделки — сделки, при которых сдача ценных бумаг и расчеты по ним проводятся по истечении определенного срока — от двух недель до одного месяца. Так, на Лондонской бирже ценные бумаги покупаются либо *per medio*, т.е. со сдачей и оплатой их в середине месяца, либо *per ultimo* — со сдачей и оплатой в конце месяца.

Цель срочных сделок — получение спекулятивной биржевой прибыли в виде курсовой разницы, которая достается либо покупателю (если к моменту поставки ценных бумаг курс их повысится), либо продавцу (если курс к этому времени упадет).

Срочные сделки отличаются от сделок за наличные также тем, что представляют собой *сделки в кредит*, или, как их называют в США, сделки с маржей. Те, кто спекулируют на повышении курсов акций, но не имеют достаточных средств для оплаты всего количества приобретаемых ценных бумаг, прибегают к покупке этих бумаг «с маржей», т.е. с частичной их оплатой. В таком случае биржевые брокеры предоставляют своим клиентам кредит на недостающую для оплаты бумаг сумму. Сами брокеры при этом закладывают бумаги в коммерческих банках, получая под них банковские ссуды. На сделках с маржей брокеры наживают большие прибыли, так как взимают с клиентов значительно большие проценты, чем сами уплачивают банку.

Сделки с маржей — рычаг форсирования биржевой спекуляции и фактор обострения биржевых крахов. Во-первых, они используются для искусственного увеличения спроса на ценные бумаги и непомерного вздутия их курсов. Во-вторых, когда курсы акций, купленных по сделкам с маржей, начинают падать, то брокеры требуют от клиентов дополнительной суммы денег, так как при падении курсов акций ставится под угрозу возможность погасить полученную от банка ссуду. Если сумма взноса внесена клиентом не полностью, брокеры прибегают к продаже акций. В результате происходит массовый сброс акций, купля иных с маржей, что еще больше усиливает падение их курсов.

Брокеры-спекулянты (джобберы или дилеры) делятся на оптимистов, или «быков», играющих на повышение курсов, и пессимистов, или «медведей», играющих на понижение курсов. «Медведи», как правило, устраивают панику на бирже при неожиданном повышении курсов акций. К таким рискованным операциям прибегают крупные индивидуальные инвесторы, владельцы крупных пакетов акций, которые стремятся увеличить его за счет биржевых сделок, либо мощные банки, страховые и инвестиционные компании, а также частные пенсионные фонды. Однако это чрезвычайно рискованные операции.

Большое развитие на биржах получили опционные и фьючерсные сделки.

Как мы уже говорили, по опциону приобретаются не акции, а право на их покупку по определенной цене в течение определенного количества месяцев. За это право вкладчик выплачивает брокеру комиссионные. Если повышение курса превышает сумму комиссионных, вкладчик получает прибыль; если повышения не произошло, он отказывается от покупки акций и теряет сумму, выплаченную в виде комиссионных.

В развитых странах существуют различные источники информации и прогнозов, по которым можно узнать, какие акции выгоднее покупать или куда вкладывать деньги: в акции или на счета в банках и других кредитно-финансовых учреждений. В США такими источниками информации служат газета деловых кругов *Wall Street Journal*, еженедельник **Barrons**, в Великобритании — газета *Financial Times*, во Франции — *Eco*. В США выпускается также специальный журнал *Value Line*, в котором публикуется информация о состоянии акций 1600 американских компаний.

Существуют и другие виды биржевых сделок, которые также носят спекулятивный характер. К ним относятся:

- сделки *репорта* — базируются на разнице цен акций, т.е. разнице между ценой, по которой коммерческий банк покупает у клиента акции, и ценой, по которой их ему продает с приростом;
- сделки *депорта* — предусматривают покупку акций в кредит без самих бумаг и рассчитаны на падение курса по обратной сделке на покупку;
- *простые сделки с премией* — предусматривают отказ от исполнения сделки именно в день ее исполнения. Такое право покупатель оплачивает продавцу особой премией, размер которой определяется заранее;
- *опцион покупателя* — за определенное вознаграждение у продавца в любое время можно купить определенное количество акций в пределах срока по установленной цене. Этим покупатель воспользуется, если курс акций превысит цену, оговоренную в сделке;
- *опцион продавца* — реализация акций по самой дешевой цене для покупателя;
- *стеллажные сделки* — сделки, в которых продавец и покупатель четко не определены. Участник сделки, уплатив определенное вознаграждение продавцу, приобретает право по своему усмотрению в любое время продать или купить акции.

В целях получения постоянной информации о состоянии рынка ценных бумаг разрабатываются и действуют биржевые индексы.

В США действует шесть биржевых индексов: Доу-Джонса, Standard & Poors, Нью-Йоркской фондовой биржи, Американской фондовой биржи, Value Line, Wilshire.

Самым известным биржевым индексом является *индекс Доу-Джонса*, разработанный в 1884 г. Чарлзом Доу (Ch. Daw), основавшим информационную службу Daw Jones Co. Этот индекс состоит из индексов 30 крупных промышленных, 20 железнодорожных и 15 коммунальных компаний. Он рассчитывается довольно сложным путем и представляет собой сумму цен акций в момент закрытия биржи, деленную на деноминатор акций (показатель, по которому рассчитывается биржевой индекс). Данные индекса Доу-Джонса публикуются в газете Wall Street Journal, а затем перепечатываются другими изданиями.

Индекс Standard & Poor's представляет собой 80% рыночной стоимости всех выпусков акций, котирующихся на Нью-Йоркской бирже. Исчисляется отдельно по акциям 500 и 100 компаний. В 500 компаний включены 400 промышленных, 20 транспортных, 40 коммунальных и 40 кредитно-финансовых институтов. Индекс определяется как средневзвешенная рыночной стоимости акций 500 компаний.

Индекс Нью-Йоркской фондовой биржи устанавливается как средневзвешенная рыночной стоимости движения курсов акций всех американских корпораций, зарегистрировавших свои ценные бумаги на этой бирже.

Индекс Американской фондовой биржи определяется как индекс цен NASDAQ, который рассчитывается по взвешенной рыночной стоимости акций 3500 компаний.

Индекс Value Line введен в 1981 г. и рассчитывается как средняя геометрическая по 1700 выпускам акций, которые котируются на Нью-Йоркской и Американской фондовых биржах, а также на внебиржевом рынке.

Индекс Wilshire определяется по 5000 компаний и отражает стоимость акций, котирующихся на Нью-Йоркской фондовой бирже. Индекс рассчитывается частной компанией Wilshire Associates.

В Западной Европе и Японии меньше биржевых индексов и, как правило, действует один основной индекс. Так, в Великобритании ранее действовал индекс Рейтера, сейчас — основной индекс **FT-SE**; в Германии — **Deutsche Aktien Index (DAX)**, насчитываемый на основе котировок 30 крупнейших компаний и введенный в 1988 г., во Франции — индекс **CAC**, в Японии — индекс **Nikkei**. Все они определяются как средневзвешенные курсов акций различного количества компаний. Основная цель биржевых индексов — предоставлять информацию инвесторам о динамике движения курсов ценных бумаг, особенно акций.

Кроме того, биржевая торговля базируется на специальных распоряжениях, или биржевых приказах, трех типов.

Рыночный приказ — приказ на покупку и продажу определенного количества акций по наиболее выгодной цене, т.е. покупку по низкой цене, а продажу по более высокой.

Лимитный приказ — приказ на покупку и продажу акций по специально оговоренной цене и на более выгодных условиях.

Буферный приказ — стоп-приказ, или распоряжение, купить или продать акции, когда их цена достигнет оговоренной.

В своей деятельности на бирже брокеры кроме приказов руководствуются также оговорками:

- первая оговорка — брокер действует по своему усмотрению (исполнить или отменить сделку);
- вторая оговорка — приказ о немедленном исполнении приказа «исполнить» или «отменить»;
- третья оговорка — о частичном выполнении этого приказа;
- четвертая оговорка — включает в приказ осуществление операции крупными партиями;
- пятая оговорка — приказ о сделке осуществляется в момент открытия или закрытия биржи.

Каждая фондовая биржа устанавливает свои требования к приему акций, которые могут котироваться на одной бирже и не котироваться на других. Акции ряда компаний могут одновременно обращаться как в биржевом обороте, так и во внебиржевом.

В 1980—1990-х годах фондовые биржи ряда стран стали создавать внутри себя дополнительные, более мелкие *вторичные внутрибиржевые рынки* с менее жесткими правилами отчетности, менее жесткими требованиями к размерам активов и доходности, числу акционеров компаний, ценные бумаги которых принимаются к котировке. Поскольку доступ на крупные биржи мелким компаниям ограничен, а банки неохотно кредитуют мелкие фирмы, то источником их финансирования становятся вторичные рынки на фондовой бирже.

В настоящее время дополнительные вторичные рынки действуют в Великобритании (Лондон), во Франции (Париж), в Японии (Токио), Голландии (Амстердам), Швейцарии (Цюрих), Италии (Милан), Норвегии (Осло), Испании (Мадрид), Швеции (Стокгольм), Бельгии (Брюссель), Австрии (Вена), Германии (Франкфурт-на-Майне), Ирландии (Дублин), Австралии (Мельбурн), Новой Зеландии (Окленд).

Внутрибиржевые рынки не ограничиваются лишь мобилизацией капитала. Они позволяют мелким компаниям иметь постоянную котировку ценных бумаг и тем самым привлекать внимание инве-

сторов. В целях гарантирования рынка ценных бумаг, котирующихся на вторичной секции биржи, компания в качестве обязательного условия обязана иметь соглашение с банком или брокером о поддержке ликвидности выпуска.

Ликвидность — ключевое понятие в биржевой торговле. Ликвидный рынок характеризуется частными сделками, небольшой разницей между ценой продавца и ценой покупателя, небольшими колебаниями цен от сделки к сделке.

Отклонение от этих норм чревато развитием негативной ситуации, панических настроений среди инвесторов. Поэтому биржа делает все от нее зависящее, чтобы поддерживать ликвидность, гибкость потока ценных бумаг.

Ликвидность биржевого рынка тем выше, чем больше участников купли-продажи. По ликвидности на первом месте находится Япония, где на индивидуальных инвесторов приходится 25% акционерной собственности и более половины оборота.

В некоторых странах действуют также *третьи внутрибиржевые рынки*, куда попадают ценные бумаги, которые не могут котироваться на основном и вторичном рынках. Такие рынки начали функционировать с середины 1980-х годов в Великобритании, Японии, Швеции, Италии и ряде других стран.

7.4. Национальные особенности фондовых бирж

Общая база образования и формирования фондовых бирж, их спекулятивный механизм и структура не позволяют проследить специфические национальные особенности деятельности фондовых бирж как национальных рынков ценных бумаг, фиктивного капитала и денежных накоплений. В каждой стране фондовая биржа занимает важное место как инструмент перераспределения денежного капитала в разные сферы экономики. Однако ее значение может быть большим или меньшим в зависимости от роли национального рынка ссудных капиталов, разветвленности кредитно-финансовой системы, масштабов денежных накоплений и их воздействия на производственный процесс. Так, биржи Западной Европы отстают от бирж США и Японии по объему сделок и биржевой капитализации. Биржевая капитализация ценных бумаг в США составила 35% общемировой, в Японии — 32,4, Западной Европе — 26,5, в том числе в Англии — 10,2, Германии — 3,6, Франции — 3,5%.

Положение фондовой биржи, ее роль в мобилизации денежного капитала зависят также от степени интеграции в современном механизме государственного регулирования. Национальная окраска фон-

довых бирж важна для характеристики денежно-кредитной системы каждой страны. В настоящее время в каждой экономически развитой стране существует целая система фондовых бирж с единым центром и региональными ответвлениями. Последние возникали и развивались в основном в послевоенное время. Главная причина развития системы фондовых бирж — рост или разбухание фиктивного капитала. Одним из источников получения денежных средств в условиях современного капитализма продолжают оставаться акции и облигации, выпускаемые частными компаниями, несмотря на увеличение так называемого самофинансирования предприятий и получения бюджетных средств. Именно в этом отношении биржа (как часть рынка ценных бумаг) занимает определенное место в системе финансирования экономики, а масштабы ее операций определяют ее значение и роль в рамках этой системы.

США. В настоящее время США располагают разветвленной сетью фондовых бирж, которые базируются в Нью-Йорке (две), Чикаго, Бостоне, Сан-Франциско, Канзас-Сити, Лос-Анджелесе, Детройте, Новом Орлеане, Далласе, Филадельфии, Цинциннати, Солт-Лейк-Сити. Ведущее положение занимает Нью-Йоркская фондовая биржа, на которой совершается более 70% всех операций с акциями. В ее составе 1366 членов, из которых 1226 представляют интересы 523 частных корпораций. Около 140 членов действуют от своего имени. В декабре 1999 г. стоимость места составляла 2,6 млн долл.

Второе место по значению в США занимает Американская фондовая биржа (Нью-Йорк). Эта биржа, как и другие региональные биржи, ориентируется на Нью-Йоркскую фондовую биржу по основной массе движения стоимости акций. Региональные фондовые биржи осуществляют в основном котировку акций небольших местных частных компаний. Особенность сети американских фондовых бирж заключается в том, что здесь главным образом осуществляются операции с ценными бумагами старых выпусков (акциями, частными и государственными облигациями). Доля операций с государственными бумагами весьма незначительна. Допуск частных бумаг на биржу возможен при наличии чистой прибыли в размере 1 млн долл., а также при условии согласия Совета управляющих бирж и регистрации в Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам.

С усилением государственного регулирования фондовой биржи в США в начале 1930-х годов, после Великой депрессии, был принят ряд законодательных актов, направленных на ограничение спекулятивных операций, наносящих ущерб мелким вкладчикам. В 1933 г. был принят Закон об эмиссии ценных бумаг, а в 1934 г. — Закон о биржевой торговле ценными бумагами. Согласно этим законам ценные бумаги должны быть зарегистрированы в правительственной

федеральной торговой комиссии; были также регламентированы правила биржевых сделок и размеры ссуд под ценные бумаги.

Особенность Нью-Йоркской фондовой биржи заключается в дифференцированности круга ее членов, а также в том, что здесь работают:

1) специалисты (specialists) по операциям с определенными ценными бумагами (одной или несколькими). Каждая ценная бумага на бирже приписана к определенному специалисту, который пользуется монопольным правом на сделки с ней. Специалисты служат ключевыми фигурами в торговом деле и представляют заказы торгующей толпе, конкурируя с другими членами биржи. После завершения сделки они получают комиссионные. Обязанность **специалиста** как дилера — поддерживать на рынке закрепленную за ним ценную бумагу, т.е. покупать и продавать ее за свой счет таким образом, чтобы сводить к минимуму возникающий временами дисбаланс спроса и предложения. В других случаях специалисту запрещается торговать за свой счет. К началу 1990-х годов на Нью-Йоркской фондовой бирже действовало 440 специалистов, объединенных в 55 групп. Самая крупная группа состояла из 24 специалистов, и за ней числилось 125 видов акций. Эти данные ежегодно меняются;

2) брокеры торгового зала, или биржевые брокеры (floor brokers, Exchange brokers), которые являются членами фондовой биржи и выполняют заказы своих клиентов, не обладая правом вести операции за свой счет. Они выполняют также поручения других брокеров, которые в силу обстоятельств не могут совершать сделки;

3) биржевые (зарегистрированные) маклеры (floor traders, registered traders), которые проводят операции в торговом зале за свой счет или действуют по поручениям, в которых принимают долевое участие (их всего около 30 человек);

4) ассоциированные члены (allied members), имеющие допуск в операционный зал, но не обладающие правом совершать сделки. Как правило, это представители компаний и фирм — членов фондовой биржи.

Во второй половине 1990-х годов в США из 13 фондовых бирж осталось восемь; за счет объединения бирж в Чикаго, Сент-Луисе, Кливленде, Миннеаполисе, **Сент-Поле** и Новом Орлеане была создана фондовая биржа Среднего Запада. На базе бирж Лос-Анджелеса и Сан-Франциско была создана Тихоокеанская биржа.

Великобритания. Сеть фондовых бирж Англии включает в себя 22 фондовые биржи. Ведущая фондовая биржа — Лондонская; она концентрирует свыше 60% всех операций с ценными бумагами внутри страны, и ей подчинены региональные биржи. Свыше 50% торговли здесь приходится на ценные бумаги иностранного происхож-

дения, поскольку Лондон продолжает выполнять роль одного из мировых финансовых центров. Сеть фондовых бирж охватывает также биржи Глазго, Ливерпуля, Манчестера и Бирмингема.

В отличие от некоторых других стран английские фондовые биржи имеют самостоятельный статус деятельности, и правительство не вмешивается в их дела. Лондонская биржа — одна из старейших; регламентация ее деятельности началась еще в XVII в., а официально она возникла в 1773 г. Это акционерное общество с солидным капиталом. Число членов, хотя и колеблется ежегодно, в среднем составляет 3,5 тыс. **чел.**, из которых около 2,7 тыс. брокеров и 800 дилеров и джобберов.

В октябре 1986 г. Лондонская фондовая биржа после 213 лет существования вступила в новый этап развития. Она превратилась почти в глобальный центр торговли ценными бумагами после ликвидации строгой специализации маклерских фирм и ограничений их финансовых операций. В результате члены Лондонской фондовой биржи лишены права пользоваться фиксированными комиссионными по операциям с акциями и другими ценными бумагами, а иностранные инвесторы получили полную свободу во всех операциях биржи. Эта мера правительства Великобритании на Западе была расценена как определенная уступка прежде всего крупным биржевым спекулянтам из США и Японии, которые, как известно, ведут обширную мировую торговлю акциями с помощью ЭВМ.

Многие маклерские фирмы Сити были поглощены иностранными компаниями. Из 20 фирм в конце 1986 г. оставалось всего восемь. Основная доля в скупке английских маклерских фирм пришла на американский капитал.

Реорганизация Лондонской фондовой биржи привела в конце 80-х годов к изменению всей структуры финансовых сделок. В этой связи видный финансовый эксперт А. **Гамильтон** отмечал, что «больше не будет четкого различия между обеспечением финансовых средств для корпораций с помощью коммерческих бумаг или путем выпуска акций. Не будет и четких различий между долгосрочными и краткосрочными займами. Вместо этого долги станут взаимозаменяемыми, превратятся в бесконечный поток самых разных ценных бумаг, которые можно будет конвертировать из одной валюты в другую или в какие-то ценные бумаги без всякого **труда**»¹.

Реорганизация Лондонской биржи была связана с состоянием доходности рынка ценных бумаг. Так, комиссионные за операции с ценными бумагами в Сити были вдвое выше, чем в Нью-Йорке или Токио. В результате был поставлен под угрозу престиж Лондона

¹ Hamilton A. Financial Revolution. L., 1986. P. 135.

как международного финансового центра. Именно поэтому была принята идея превращения биржи в свободный рыночный механизм.

Основной вид биржевых операций на Лондонской бирже — срочные сделки, которые носят не столько мобилизационный, сколько спекулятивный характер. Джобберы, как правило, проводят операции с определенными ценными бумагами, заключая сделки только через брокеров.

На Лондонской бирже кроме частных акций и облигаций обращаются также государственные ценные бумаги центрального и местного уровней и облигации иностранных государств. Так, в 1991 г. на ней обращались ценные бумаги 4868 английских и 2393 иностранных компаний¹.

Особенность Лондонской биржи состоит также в заключении так называемых *арбитражных сделок*, смысл которых заключается в том, что сделка с одним и тем же видом ценных бумаг проводится одновременно на двух рынках (одна в Лондоне, другая, Например, в Германии, в Гамбурге и т.д.).

На фондовых биржах Англии котируются как акции, так и частные облигации на предъявителя, а также именные и ценные бумаги иностранных компаний. На английских фондовых биржах допускаются кассовые сделки (оплата в течение суток), форвардные (оплата в 14 дней) и срочные опционные. Минимальный объем сделок в Лондоне составляет 1 тыс. фунтов стерлингов для обычных акций и облигаций и 100 ценных бумаг любого вида.

Брокерская комиссия по сделкам на биржах составляет 0,375% номинальной стоимости государственных ценных бумаг, 0,75% рыночной цены частных облигаций и 1,25% рыночной цены акций. В обороте фондовой биржи Лондона в 1980-х годах было свыше 7 тыс. видов акций и облигаций; 95% общего оборота составляли частные облигации.

Франция. Во Франции действует восемь фондовых бирж: в Париже, Бордо, Лилле, Лионе, Марселе, Нанси, Нанте, Тулузе. Ведущее положение занимает Парижская фондовая биржа, на которую приходится **98—99%** объема операций с ценными бумагами всех французских фондовых бирж. На фондовых биржах Франции обращаются в основном акции частных компаний и облигации государственных займов. До 1961 г. на Парижской бирже существовали два рынка: официальный (рынок маклеров) и неофициальный (рынок **куртые**, или «**кулиса**»). В 1961 г. последний был ликвидирован, а в 1962 г. проведена реформа и установлена единая котировка ценных бумаг для бирж всей страны. В результате роль Парижской бир-

¹ Financial Market Trends. OECD. Paris, 1985—1991.

жи повысилась. Она является членом Международной федерации фондовых бирж, созданной в Париже в 1961 г.

Парижская фондовая биржа начала функционировать с 1789 г., когда английский банкир и ученый Джон Ло занялся спекуляцией с ценными бумагами для покрытия дефицита госбюджета Франции. По закону 1801 г. биржа стала организацией, состоящей из брокеров — лиц, избранных и утвержденных правительством. Декрет от 30 марта 1967 г. определил современный порядок организации и ликвидации фондовых бирж на территории Франции. На Парижской фондовой бирже, как правило, можно совершать сделки только с бумагами, допущенными к котировке на бирже. Допуск ценных бумаг той или иной корпорации или компании для сделок на бирже создает ей рынок. Решение о допуске ценной бумаги на биржу принимает корпорация брокеров, допуск иностранных бумаг осуществляет уполномоченный орган правительства Франции. Биржевые брокеры совершают сделки с частными и государственными ценными бумагами, подлежащими котировке, а также сделки за чужой счет с переводными и другими векселями, с любыми торговыми бумагами.

В настоящее время Парижская фондовая биржа делится на три основных элемента: официальный («паркет»), неофициальный («кулиса») и так называемый свободный рынок. На официальном рынке заключают и оформляют сделки брокеры, которые вносят залог в определенном размере. Неофициальный рынок действует как объединение банкиров и называется банковским. Члены «кулисы» — различные банки, которые осуществляют покупку и продажу ценных бумаг как за наличный расчет, так и на срок. На кулисном рынке ими организован «синдикат банкиров по наличным сделкам» и «синдикат банкиров по срочным сделкам». Члены «кулисы» вносят залог.

Свободный рынок базируется на ценных бумагах, которые не допускаются на официальный и кулисный рынок. На нем может совершать сделки любое физическое или юридическое лицо. «Кулиса» и свободный рынок не обслуживают процессы мобилизации денежного капитала, сделки здесь носят в основном спекулятивный характер.

В 1991 г. на Парижской бирже обращались ценные бумаги 854 французских и 230 иностранных компаний¹.

Во Франции все фондовые биржи являются государственными учреждениями. Среди котирующихся ценных бумаг на фондовых биржах основное место занимают облигации и акции на предъявителя; именные — только для страховых компаний. Минимальная нарицательная стоимость ценных бумаг составляет около 50 евро. На фондовых биржах осуществляются кассовые сделки с расчетом в течение не более двух дней и срочные сделки репорт.

¹ Financial Market Trends. OECD. Paris, 1985—1991. P. 257.

Ставки комиссионных брокерских комиссий составляют по государственным облигациям: 0,3% по кассовым и 0,2% по срочным сделкам; 0,4 и 0,5% по частным облигациям и 0,7 и 0,5% по акциям.

В рамках еще Общего рынка Франция стремилась упорядочить деятельность бирж и поднять их роль в создании единого рынка ценных бумаг. Государство контролировало деятельность фондовых бирж и маклеров через Комиссию биржевых операций. Реформа биржи во Франции в начале 1960-х годов была связана с упорядочением и повышением эффективности различных экономических органов. Основная цель биржевой реформы — более гибкое приспособление рынка ценных бумаг, особенно биржи, к современной структуре кредитно-денежного и финансового механизма, проводимого в рамках экономических программ, а также повышение государственного контроля за рынком ценных бумаг в целом.

В 2000 г. торговля и листинг ценных бумаг переданы Парижской фондовой бирже.

Германия. Система фондовых бирж Германии включает восемь бирж, действующих во Франкфурте-на-Майне, Дюссельдорфе, Гамбурге, Мюнхене, Штутгарте, Бремене, Ганновере. Ведущее положение в биржевых операциях занимает Германская (бывш. Франкфуртская) биржа. Здесь концентрируются штаб-квартиры ведущих торгово-промышленных корпораций и кредитно-финансовых учреждений Германии (банков, страховых компаний и т.д.).

В современной Германии самыми крупными считаются фондовые биржи Франкфурта-на-Майне и Гамбурга.

Внебиржевой рынок представлен в Германии так называемым свободно регулируемым рынком, контролируемым в основном коммерческими банками, которые образуют Комиссию по вопросам торговли внебиржевыми ценными бумагами как орган Федерального союза частных банков. На этом внебиржевом рынке существуют две основные формы торговли: «за стойкой» (т.е. торговля в определенные часы и в определенном месте) и по телефону. В первом случае действуют порядок регулярных торгов, правила допуска и обязанность публикации котировки аналогично фондовой бирже. Торгуют только допущенными к котировке ценными бумагами, включая и биржевые. Этот метод напоминает американский внебиржевой рынок «через прилавок», который образуется после торговли на фондовой бирже.

Фондовые биржи в Германии являются государственными учреждениями, создаваемыми властями земель и местными торговыми палатами и торговыми ассоциациями. Надзор за обращением ценных бумаг и деятельностью бирж в Германии осуществляют органы правительств земель, которые выделяют для этих целей государст-

венных контролеров. Банковскую деятельность по размещению ценных бумаг регулируют федеральные органы. Практической работой фондовых бирж в Германии руководят Правление бирж, Комиссия по вопросам допуска к котировке и Палата маклеров. Основные субъекты фондовых бирж в Германии — **курс-маклеры** и свободные маклеры. Первые — профессиональные брокеры, торгующие в основном ценными бумагами, предписанными им. Они не могут осуществлять операции от своего имени и за свой счет. Основная функция курс-маклеров — фиксация курсов продажи и покупки ценных бумаг, на которых они специализируются. Свободные маклеры могут совершать биржевые сделки как от имени клиентов, так и от своего, но их операции, как правило, не принимаются во внимание при установлении официальных биржевых котировок, что отличает их от котировок курс-маклеров. Свободные маклеры проводят также посреднические операции для банков на внебиржевом рынке.

Италия. Фондовые биржи Италии действуют как государственные учреждения согласно законам, устанавливающим общий порядок обращения ценных бумаг и порядок их реализации на биржах. Функции контроля за деятельностью бирж осуществляют Министерство финансов, местные торговые органы и специальный орган — Национальная комиссия по делам компаний и бирж.

Субъектами фондовых бирж являются брокеры, зарегистрированные по статусу государственных служащих. Число брокеров для каждой биржи устанавливается законом. Наиболее крупная Миланская биржа имеет их около 130, на ней котируется до 500 видов ценных бумаг, треть которых — акции. Брокеры получают комиссионные за свою деятельность: по государственным облигациям в размере 0,15% и по акциям — **0,01—0,07%** суммы сделки.

Ставки комиссионных устанавливаются Министерством финансов при консультации с Ассоциацией брокеров Италии. Они обязательны для всех фондовых бирж страны. С середины 1950-х годов брокеры выполняют также посреднические функции при реализации итальянских ценных бумаг для иностранных покупателей.

Швейцария. Наиболее крупная из швейцарских бирж — Швейцарская фондовая биржа, образованная в 1996 г. в результате объединения бирж Цюриха, Базеля и Женевы, участвует в международном обороте ценных бумаг. Большую роль играет Женевская фондовая биржа, которая проводит биржевые операции, котировку ценных бумаг, выплачивает комиссионные посредникам, определяет порядок совершения операций. Управляет биржей биржевая палата, назначающая персонал биржи и секретаря. Сделки на ней заключаются маклерами. Брокерские компании и банки, как правило, делегируют на Женевскую биржу своих маклеров, **которые** должны быть

либо полными, либо ассоциированными членами Женевской биржевой палаты.

Биржевые курсы официально регистрируются государственными комиссарами биржи. К котировке на бирже не принимаются ценные бумаги компаний, капитал которых не достиг 1 млн швейцарских франков. Операции с рентой и облигациями проводятся за наличные. Операции биржевого характера осуществляются только переводными бонами швейцарского национального или клирингового банков. Для ценных бумаг со сделкой под эмиссию биржевая палата определяет специальный ликвидный порядок.

Под биржевым курсом понимается минимум стоимости пяти видов ценных бумаг или 500 тыс. фр. номинального капитала. Для ценных бумаг, выраженных в иностранной валюте, дается примерный эквивалент в 5 тыс. фр. Спрос и предложение определяются объемом ценных бумаг: например, для бумаг стоимостью ниже 50 фр. их количество не должно превышать 25. Как правило, спрос и предложение могут быть зарегистрированы только тогда, когда одна сторона, принимающая участие в сделке, может удовлетворить спрос и предложение другой стороны.

Фондовые биржи в Швейцарии представляют собой государственные учреждения, создаваемые местными органами (кантонами). В отличие от других стран управление биржами осуществляют: Ассоциация фондовой биржи, Комиссариат биржи, Биржевая комиссия, Биржевой арбитражный трибунал. Высшим органом в этой системе учреждений является Ассоциация фондовой биржи, которая определяет регламент работы биржи, включая условия допуска акций и облигаций к котировке на ней.

На швейцарских фондовых биржах курс облигаций фиксируется в процентах, а по акциям — во франках за акцию. Цены на облигацию не учитывают нарастания процента с момента погашения последнего купона, на акцию — дивиденда по последнему купону.

Ставки брокерских комиссионных от операций на фондовых биржах и параллельных рынках составляют 0,25% рыночной стоимости для национальных и 0,375% для иностранных облигаций плюс начисленный процент. По акциям взимается 0,375% их рыночной стоимости, но с определенной корреляцией для разных видов акций. При сделках с именными ценными бумагами с покупателя взимается трансфертный сбор от 2,5 до 50 франков.

Особенность фондовых бирж Швейцарии заключается в том, что через них идут крупномасштабная мобилизация и перераспределение международных потоков денежного и фиктивного капиталов. Это связано с тем, что возможности рынка капитала этой страны и его элемента — рынка ценных бумаг — существенно превышают ее потребности в денежных и фондовых средствах.

Нидерланды. Амстердамская фондовая биржа, основанная в 1611 г., — старейшая в мире. Объединенная Ост-Индская компания, которая руководила изучением голландцами Индонезии, была первой компанией, которая финансировалась путем продажи акций на бирже.

Несмотря на то что Амстердамская фондовая биржа занимает тринадцатое место в мире по рыночной капитализации, на ней доминируют акции всего нескольких крупных компаний. Так, на Royal Dutch Petroleum приходится около 26% совокупной рыночной капитализации, а на пять ведущих компаний (Royal Dutch, Philips, Unilever, Robeco и Nationale Nederlander) — 47% стоимости Амстердамской фондовой биржи.

Амстердамская фондовая биржа относится к наиболее интернационализированным в мире, в ее котировочный список охотно включаются иностранные эмиссии: например, здесь были осуществлены крупные предложения о продаже новых эмиссий акций Pirelli Tire (Италия) и PoliGram (Германия). С 1980 г. Амстердамская фондовая биржа осуществляет прямую торговлю акциями компаний США.

Япония. Биржевая сеть Японии состоит из девяти бирж (в городах Токио, Осака, Нагоя, Киото, Кобе, Хиросима, Фукуока, Ниигата, Саппоро). Крупнейшая из них — Токийская биржа — по обороту занимает второе место в мире после Нью-Йоркской и обогнала Лондонскую. Значение Токийской биржи начало возрастать в середине 1960-х годов, когда японский монополистический капитал восстановил свои позиции внутри страны и начал конкурировать с американским и западноевропейским. Развертыванию широких биржевых операций в Японии способствовали высокие темпы роста экономики и высокая норма денежных сбережений.

Фондовые биржи Японии представляют собой акционерные общества, действующие на базе уставов в рамках существующего национального законодательства. Во главе бирж стоят правления, которые тайно избираются членами биржи и представляют их интересы.

Посредниками на биржах служат брокеры, которые не могут заключать биржевые сделки в свою пользу. Иностранные юридические лица принимаются в члены фондовых бирж после их регистрации в стране (с указанием местонахождения, с капиталом 66 млн долл. и ежегодным чистым доходом до 10 млн долл.). В 1973 и 1974 гг. на Токийскую фондовую биржу были допущены акции ряда иностранных компаний.

По стоимости обращающихся ценных бумаг Токийская фондовая биржа занимает второе место после Нью-Йоркской. Деятельность бирж в Японии регулируется Министерством финансов в соответствии с законом о ценных бумагах и биржах.

Фондовые биржи Японии — самоуправляемые учреждения, устанавливающие условия **допуска** ценных бумаг по котировке. На

биржах Токио, Осаки и Нагой существуют по два фондовых рынка: первый включает котировку наиболее известных ценных бумаг (крупнейших японских корпораций); второй — менее крупных компаний. Здесь также действуют параллельные рынки для бумаг, не допущенных к котировке на бирже. На токийской бирже существует и рынок обращения иностранных фондовых ценностей. Членами фондовых бирж являются брокерские фирмы, уполномоченные Министерством финансов проводить биржевые операции, которые через своих представителей покупают и продают ценные бумаги как за счет и от имени своих клиентов, так и за свой счет и в свою пользу.

В Японии также действуют специальные посреднические фирмы («сантори»), фиксирующие предложения и заявки членов биржи и определяющие затем на этой базе курсы ценных бумаг. Эти фирмы специализируются на отраслевых фирмах и компаниях. Допуск акций к котировке регламентирован как количественно, так и качественно. Размер акционерного капитала компании должен составлять не менее 1 млрд иен; прибыль до уплаты налогов в последний год — не менее 400 млн иен (не менее 20 иен на акцию); компания должна быть безубыточной в течение последних пяти лет; уплата дивидендов в последнем году — не менее 5 иен на акцию; число акционеров дифференцировано в зависимости от количества выпуска акций. Для иностранных компаний существуют еще более жесткие требования: размер акционерного капитала — до 10 млрд иен, прибыль за последние три года — не менее 2 млрд иен до уплаты налогов, число акционеров в момент эмиссии акций — 1 тыс. человек.

Токийская фондовая биржа обслуживает главным образом оборот частных акций; оборот облигаций с фиксированным доходом невелик. Основная масса котирующихся акций и облигаций — именные и на предъявителя. Биржевой оборот на фондовых биржах базируется на кассовых сделках (краткосрочных), меньше распространен метод срочных сделок. Торгуют лоты с номинальной стоимостью в 50 тыс. иен с пакетами в 1 тыс. акций; стоимость акций, котирующихся на биржах, составляет в основном 20—50 иен.

Канада. Здесь действуют пять фондовых бирж: в Монреале, Торонто, Ванкувере, Калгари, Виннипеге; 90% всего биржевого оборота ценных бумаг сконцентрировано в Монреале и Торонто. В Канаде произошло заметное оживление биржевых операций после того, как канадский капитал укрепил свою экономическую базу внутри страны перед лицом американских монополий, расширил сферу своего влияния за пределами своей страны, прежде всего в США. Обеспеченность промышленных корпораций в значительной степени была достигнута не только за счет банковской сферы, но и мобилизации денежных средств через рынок ценных бумаг, в частности через биржу.

7.5. Компьютеризация рынка ценных бумаг

Процесс автоматизации и компьютеризации на бирже происходил более интенсивно, чем в других сферах экономики. Это было вызвано стремлением уменьшить издержки, связанные с оборотом фиктивного капитала, с одной стороны, и ускорить получение информации о продаже и покупке ценных бумаг в условиях растущей конкуренции — с другой. В настоящее время фондовые биржи обогатились самыми совершенными средствами коммуникации.

Рынок ссудных капиталов позволяет увеличить экономию общественных издержек, увеличивая количество безналичных расчетов с помощью **автоматизированных** компьютерных систем и систем кредитных карт. Наибольших масштабов этот процесс достиг в США, что способствовало повышению темпа роста производительности труда в кредитной сфере.

Поскольку крупные кредитно-финансовые институты стали господствующим звеном на фондовой бирже, компьютеризация их операций оказала огромное влияние на рынок ценных бумаг, в том числе и на биржу. Крупные банки затрачивают огромные средства на электронизацию своих операций. Так, в 1979—1984 гг. один из ведущих коммерческих банков США — City Bank — израсходовал на эти цели 3,5 млрд **долл.**, другой гигант — Bank of America — до 5 млрд **долл.** Крупнейший английский Midland Bank вложил в компьютеризацию до 1990 г. около 500 млн **ф. ст.**

В настоящее время в банках действуют автоматизированные системы Mars, Cash Connector, Cemlink, **CWIFT**. Увеличение оборота ценных бумаг и интернационализация сделок на бирже привели к необходимости использования самой совершенной электронной техники. Главная цель ее — быстро получать информацию и так же быстро реагировать на нее. Поэтому современные биржи оснащены сложными коммуникационными системами, которые связаны с аналогичными системами внебиржевого оборота.

С ростом объемов рынков ценных бумаг, обособленности фондовых бирж и большого значения для дилеров котировок на центральных биржах в разных западных странах возникла необходимость применения современных средств связи и обработки информации. Было создано объединение рынков ценных бумаг едиными системами электронной связи. В США девять основных фондовых бирж имеют единую электронную, визуальную и компьютерную систему. Биржи всех стран Западной Европы, Японии, Канады и Австралии объединены с помощью компьютерных систем. Смысл такого объединения — выполнение поступающих заказов на любой из бирж в зависимости от наиболее благоприятной котировки. Через

Интернет происходит обмен информацией между фондовыми биржами разных стран, которая не ограничивается сведениями о заключенных сделках. В 1985 г. Американская и Торонтская биржи первыми в западном мире организовали систему одновременной взаимной котировки акций, зарегистрированных на обеих биржах.

С внедрением компьютерных систем усовершенствовалось прохождение заказов от инвесторов к торговому залу. Брокеры, имеющие отделения, соединили своих представителей на местах с дилерами на бирже. Такие системы действуют в США, Канаде, Западной Европе, Японии. Заключенные сделки на фондовых биржах вводятся в компьютерную память, и сведения о них отражаются на экране в торговом зале, а также на мониторах дилеров и брокеров.

Разделение операций фондовых бирж на крупные и мелкие требует создания специализированных компьютерных систем обслуживания этих сделок.

Большинство бирж перешли на компьютерную торговлю. Новые фондовые биржи также ориентированы на электронную систему торговли. В 2001 г. из 50 фондовых бирж 17 осуществляли торговлю ценными бумагами на голосовой основе, но при этом использовали и компьютерную систему торговли. На 33 биржах действовали только электронные системы. Автоматизированные электронные системы различаются по видам биржевых приказов, правилам их погашения, механизмам определения цены, объемам информации, а также уровню автоматизации самих приказов. На крупнейших фондовых биржах введены компьютерные системы торгов: на Токийской — торговая система CORES; на Парижской — CAC, Лондонской — SEAQ, Франкфуртской — **XETRA**, на Торонтской — CATS.

Аналогичные по своему техническому содержанию компьютерные системы были введены в 1990-х годах в Италии, Испании, Бельгии, Австралии, Нидерландах и ряде других стран.

Глава

8

Эволюция фондовой биржи

8.1. Биржа и кредитно-финансовые институты

Концентрация производства и капитала в акционерной и кооперативной формах ведет к созданию монополий. Акционерная форма создает наиболее благоприятные возможности для централизации капиталов, что подтверждается рядом новых тенденций на рынке ценных бумаг, в частности на бирже.

В период государственно-монополистического капитализма роль биржи в торговле ценными бумагами несколько уменьшилась из-за образования мощных кредитно-финансовых институтов, сконцентрировавших подавляющую часть торговли ценными бумагами. Так, к началу 1990-х годов доля операций кредитно-финансовых институтов с ценными бумагами в ВВП составляла в Англии 89% (иностранные ценные бумаги — 23,4%), в ФРГ — 22 (1), во Франции — 13 (6), в США — 56 (7,3), в Японии 30% (21,2%). До настоящего времени эта тенденция сохранилась. Торговля облигациями также почти полностью переместилась на внебиржевой рынок (в США около **90—95%** сделок с облигациями совершается вне биржи); увеличился объем государственных облигаций в общей массе ценных бумаг, уменьшилась доля акций в эмиссиях корпораций, установился строгий государственный надзор за биржевыми сделками после кризиса **1929—1933** гг.

Часть функций по размещению пакетов акций и облигаций от биржи перешла к инвестиционным и коммерческим банкам, инвестиционным и страховым компаниям, которые сами являются членами биржи и действуют от имени многочисленных индивидуальных владельцев, доверяющих им ведение своей политики купли-продажи

ценных бумаг. Кредитно-финансовые учреждения, будучи кредиторами и совладельцами, проводят политику, направленную на расширение биржевых операций за счет дополнительного выпуска акций или увеличения числа их владельцев.

Другой важный фактор ослабления роли биржи — вытеснение мелких инвесторов с биржи кредитно-финансовыми институтами, развитие параллельных рынков ценных бумаг, а также бегство индивидуальных вкладчиков с биржи в результате снижения курсов акций под влиянием нестабильности экономической конъюнктуры. К мелким инвесторам относятся высокооплачиваемые служащие и рабочие, мелкая буржуазия, а также лица свободных профессий. В последние годы они предпочитают помещать свои сбережения на сберегательные счета банков, в компании страхования жизни, пенсионные фонды и инвестиционные компании. В результате кредитно-финансовые учреждения все больше превращаются в держателей-монополистов всех видов ценных бумаг, что приводит к укрупнению пакетов акций, котирующихся на бирже.

Новые тенденции на бирже способствовали развитию ряда последствий в ее работе. Замена мелких пакетов крупными уменьшила число совершаемых сделок, неблагоприятно сказалась на формировании реальной цены акции, генерировала условия, при которых происходит слияние компаний.

Концентрация огромных пакетов ценных бумаг у кредитно-финансовых институтов позволяет им осуществлять прямые сделки по реализации и приобретению ценных бумаг, что дает возможность экономить на комиссионных и других сборах, выплачиваемых ранее брокерским фирмам и биржевому комитету. Развитие новых форм по размещению ценных бумаг способствует созданию нескольких рынков торговли фиктивным капиталом, которые сводят деятельность биржи к регистрации котировок ценных бумаг во внебиржевом обороте. В настоящее время рынки ценных бумаг дифференцируются в зависимости от методов размещения акций и облигаций и сроков их выпуска.

Новые выпуски облигаций, как правило, размещаются вне биржи (внебиржевой оборот). Посредниками между кредитно-финансовыми институтами при этом служат инвестиционные банки. Иногда кредитно-финансовые институты приобретают облигации непосредственно у торгово-промышленных корпораций; эта форма называется *прямым размещением*, она дает экономию на комиссионных сборах. Более мелкие партии облигаций могут размещаться путем конкурентных торгов, когда группу продавцов возглавляет лидер, как правило, инвестиционный или коммерческий банк.

Старые выпуски облигаций и акций продаются и покупаются на фондовой бирже, а также на внебиржевом рынке, где кредитно-финансовые институты проводят операции с крупными пакетами ценных бумаг, зарегистрированных или не зарегистрированных на бирже. Функционирование параллельных рынков ценных бумаг существенно уменьшает биржевой оборот.

Однако ослабление роли биржи не снижает ее значения в торговле ценными бумагами в связи с концентрацией и централизацией капитала на самой бирже, компьютеризацией ее операций, а также совершенствованием форм и методов сбора, доставки и обработки информации, прямым государственным регулированием операций биржи, усилением тенденций к интернационализации биржевых сделок.

Концентрации и централизации капитала на бирже способствовала волна банкротств и биржевых крахов, обусловленных ухудшением экономической конъюнктуры, большими масштабами спекулятивных сделок. Банкротства и поглощения в США в 1970—1980-х годах сократили число фирм — членов Нью-Йоркской фондовой биржи. В 1960 г. их насчитывалось 681, а в 1968 г. — уже 646; в 1975 г. число фирм — членов биржи упало до 505, в 1978 — до 465¹ и ежедневно продолжает колебаться.

Многие члены Нью-Йоркской фондовой биржи во второй половине 1970-х годов вынуждены были прибегнуть к слиянию. Особенно это коснулось брокерских фирм. Одна из тенденций того времени, в частности на Нью-Йоркской бирже, — осуществление торговли ценными бумагами и посреднической деятельности в основном крупными брокерскими фирмами, инвестиционными банками и банкирскими домами.

Несмотря на монополизацию операций Нью-Йоркской фондовой биржи, ведущие фирмы столкнулись в своей деятельности с определенными трудностями. Уменьшение прибыли от торговли ценными бумагами прежде всего связано с кризисами 1970-х — начала 1980-х годов², ростом инфляции и падением роли рынка ценных бумаг. Тенденция к снижению обнаруживалась даже тогда, когда цены на акции увеличивались.

Стагфляционная конъюнктура в США в 1970-х — начале 1980-х годов обострила конкуренцию среди кредитно-финансовых институтов и на фондовой бирже, что привело к падению доходности от

¹ *Fortune*. 1978. May 22. P. 59—60.

² Комиссионные доходы всех бирж США, а также рынка «over the counter» («через прилавок») составили 5—7 млрд долл. в год (Федоров В.П. Ринг «быков» и «медведей». С. 93).

посреднической деятельности и уменьшению доли некоторых фирм в операциях биржи. Доля инвестиционного банка **Merill Lynch** в операциях Нью-Йоркской фондовой биржи упала в 1977 г. до 9,7%, в то время как в 1957 г. она составляла 13,7%. Ряд брокерских фирм, инвестиционных банков и банкирских домов вынуждены были прибегнуть к займам у других кредитно-финансовых институтов. Многие фирмы — члены фондовой биржи стали осуществлять больше сделок с маржей, т.е. в кредит. С 1976 по 1978 г. таких операций было проведено на сумму около 9,8 млрд долл. из расчета 7% годовых. Ряд инвестиционных банков и банкирских домов прибегли к долгосрочным займам.

Рост монополизации биржи подрывает механизм национального рынка ссудных капиталов, способствует разорению региональных брокерских фирм, уменьшает ликвидность больших институциональных пакетов акций, ставит индивидуальных инвесторов в зависимость от крупных фирм, которые произвольно взвинчивают коммиссионные.

Монополизация биржи и усиление конкуренции породили другие глубокие изменения в развитии рынка ссудных капиталов, привели к объединению бирж, их интернационализации, усилению государственного регулирования фиктивного капитала.

В 1970-х годах в США начался активный процесс объединения фондовых бирж. Были созданы **Филадельфийско-Балтиморско-Вашингтонская** биржа, фондовая биржа Тихоокеанского побережья (как результат слияния бирж Сан-Франциско и **Лос-Анджелеса**), фондовая биржа Среднего Запада. Однако региональные биржи концентрируют в основном ценные бумаги средних и мелких фирм местного значения.

Господство на рынке ссудных капиталов торгово-промышленных монополий и кредитно-финансовых институтов привело к зависимости брокерских фирм от своих клиентов и превращению их по существу в дочерние компании.

Вытеснение независимых брокеров крупными брокерскими компаниями, инвестиционными банками и банкирскими домами, а индивидуальных владельцев пакетов ценных бумаг коллективными означает монополизацию одного из элементов рынка ссудных капиталов. В 1963 г. на кредитно-финансовые институты приходилось 35% стоимости оборота ценных бумаг Нью-Йоркской фондовой биржи, в 1973 г. их доля составила 70, а на других биржах — до 90%¹. В настоящее время эта тенденция сохраняется.

Важная форма владения фиктивным капиталом для кредитно-финансовых институтов — акции, особенно обыкновенные, дающие право голоса на собраниях акционеров крупных корпораций.

Монополизация биржевых сделок, нарушая закон спроса и предложения, нарушает и стихийно регулирующий механизм капиталистической экономики. Деятельность кредитно-финансовых институтов на рынке ценных бумаг, их единая политика в роли покупателей и продавцов способствуют спекулятивным тенденциям и обуславливают резкие колебания стоимости акций и облигаций на бирже, что затрудняет приобретение ценных бумаг не только индивидуальными лицами, но и корпорациями.

Монополизация биржевых операций не устранила конкуренции, но усложнила ее механизм, превратив фондовую биржу в центр многочисленных и довольно глубоких противоречий.

В 1970—1990-е годы монополизация биржи крупными кредитно-финансовыми институтами продолжилась вследствие того, что мелкие инвесторы покидали биржу также и в результате неустойчивой экономической конъюнктуры. Вложение небольших денежных капиталов все больше превращалось в разорительную операцию из-за инфляции и частых понижательных колебаний конъюнктуры. Однако фондовая биржа продолжает выполнять важную роль в мобилизации временно свободных денежных средств в интересах монополистического капитала.

Основными центрами биржевой торговли и спекуляции в настоящее время являются Нью-Йорк (США), Лондон (Великобритания), Франкфурт-на-Майне (ФРГ), Цюрих (Швейцария), Токио (Япония).

Господство на бирже крупных кредитно-финансовых институтов способствовало интернационализации рынков ценных бумаг, которые по своей сущности являются транснациональными. В настоящее время центральные биржи ведущих стран Запада, — по существу, международные рынки. Торговля ценными бумагами ведется в крупных международных центрах или специальных финансовых анклавах небольших стран. Так, национальная банковская сеть Люксембурга в начале 1970-х годов занимала незначительное место на мировом рынке ссудных капиталов, из 44 действовавших здесь банков всего 8 были местными. Однако в 1980-х годах Люксембург превратился в крупный международный банковский центр, где теперь ведут операции американские, западногерманские, швейцарские, бельгийские и французские банки. То же самое можно сказать о Люксембургской фондовой бирже, на которой лишь незначительная часть ценных бумаг принадлежит частным, правительственным и му-

¹ *Business Week*. 1973. June 2. P. 59-60.

ниципальным компаниям страны (69 видов из 806 зарегистрированных). Группа американских и европейских банков организовала клиринговую палату SEDEL, в которой участвуют около 500 банков и брокерских домов. Люксембург все больше становится мировым центром котировки еврооблигаций.

С начала 1980-х годов в Японии возрос объем рынка иностранных кредитов в иенах, в Токио заметно увеличилось число и величина эмиссий иностранных облигаций в иенах, развился доступный для иностранцев рынок Gensaki, где одновременно осуществляются покупки (продажи) и перепродажи (переполучки) конкретных видов ценных бумаг в определенные сроки по фиксированным ценам. Участники этого рынка выступают либо заемщиками, либо кредиторами в зависимости от типа сделки; операции депорт и репорт носят исключительно спекулятивный характер.

Известно, что каждая фондовая биржа и ее деятельность определяются спецификой экономики, рынка ценных бумаг и капитала, уровнем развития кредитно-финансовой системы. Естественно, что фондовые биржи в США отличаются от бирж в Западной Европе и других странах. В последние годы выделяется Токийская фондовая биржа, значительный рост которой (в 6 раз) приходится на последние двадцать лет.

Условия развития и взлета Токийской биржи существенно отличаются от условий в других странах:

- на Токийской фондовой бирже высокое соотношение цена/доход (**price—earnings** ratios) — 60 против 11 (по индексу Доу-Джонса);
- в Японии в отличие от стран Западной Европы и США норма сбережений среди населения всегда была очень высокой, порядка 17% по сравнению с 4—5% в США;
- японские корпорации владеют 60% зарегистрированных акций и редко продают их;
- правила биржи лимитируют движение цены в течение дня только на 10—20%;
- инвесторы на бирже не облагаются налогом и платят всего 1% от продажи;
- низкие доходы по сберегательным счетам (всего 0,75%) вынуждают индивидуальных лиц искать приложения своих сбережений в акциях. Кроме того, законодательство подталкивает к продаже и покупке ценных бумаг, а 60% всех сделок на бирже находится под контролем четырех брокеров и их филиалов.

Американские брокерские фирмы и инвестиционные банки внедрились на рынок ценных бумаг Японии, будучи посредниками

в торговле ценными бумагами и зарабатывая на этом значительные прибыли. Еще американские финансисты стремятся не только расширить операции на сравнительно закрытом финансовом рынке Японии, но и выработать стратегию на будущее. Лидерство в этой области принадлежит банкирским домам Salomon Brothers и инвестиционным банкам Morgan Stenli, **Merill** Linch, First Boston, посредническая прибыль которых за год составила почти 1 млрд долл.

8.2. Генезис биржевых спекуляций

Рассматривая вопрос о биржевых спекуляциях, необходимо выделять две стороны в деятельности фондового рынка ценных бумаг: во-первых, вложение денежного капитала в ценные бумаги, через которые осуществляется действительное финансирование капиталистического воспроизводства; во-вторых, стремление к получению прибыли на основании курсовой разницы акций, частных и государственных облигаций. Приоритет в биржевых спекуляциях принадлежит частным ценным **бумагам**, особенно акциям. Биржа — не только своеобразный рынок, но и способ сравнительно быстро обогатиться на операциях с ценными бумагами.

В XIX и начале XX в. наиболее типичны были биржевые спекуляции крупных промышленных и финансовых магнатов. В настоящее время большую роль приобретают спекуляции отдельных корпораций, банков и других кредитно-финансовых учреждений или коллективные, т.е. объединения каких-либо компаний, проводящих те или иные операции на бирже. Биржевые спекуляции все более вписываются в систему экономических, социальных, политических и государственных мероприятий.

Как правило, биржевые взлеты, обусловленные экономической и политической конъюнктурой, как и сама чистая спекуляция, обусловленная игрой на понижение или повышение, редко заканчиваются катастрофой на бирже, как это было в 1930-х годах. Бирже в основном свойственно медленное погашение падения курсов ценных бумаг. Основными причинами такого процесса являются, во-первых, сравнительно широкий набор методов государственного регулирования рынка ценных бумаг, особенно биржи; во-вторых, огромный объем фондовых ценностей; в-третьих, тесная связь биржи с состоянием **экономики**, прежде всего с кредитно-финансовой системой, что заставляет монополистический капитал и финансовую олигархию «локализовать» свои спекуляции, чтобы не подрывать воспроизводственный процесс через сферу обращения.

Биржа перестала выполнять учредительскую роль при образовании новых компаний; ее главный критерий — получение высокой прибыли. Оба вида биржевых сделок — инвестиционные и спекулятивные — подчинены этой цели. Однако долгосрочная прибыль биржевой сделки может быть скорректирована (устранена) неблагоприятным изменением экономической конъюнктуры или политической обстановки.

Основные получатели биржевой прибыли — инвестиционные банки, семейные банкирские дома, крупные торгово-промышленные корпорации, кредитно-финансовые институты, а также владельцы крупных индивидуальных пакетов. Эти биржевые субъекты прибегают к различным методам обогащения, наиболее важные из которых — получение конфиденциальной закрытой информации и искусственное колебание курсов. В первом случае доступ к скрытой информации позволяет сделать правильную ставку в игре на повышение или понижение; во втором случае происходит преднамеренное инициативное воздействие на курсы ценных бумаг с целью извлечь значительную прибыль. Один из изощренных методов воздействия на курсы — так называемый метод украшения витрины: путем постепенной скупки мелкими партиями акций какой-либо компании, а также распространения ложной информации спекулянт способствует повышению курса акций.

Биржевые спекуляции, как правило, осуществляются по заранее подготовленным сценариям, после тщательных предварительных мероприятий, растянутых на довольно долгие периоды. Ажиотаж на бирже создают обычно мелкие и средние вкладчики, по существу они готовят почву для крупных биржевых спекуляций, в которых участвуют крупные корпорации, банки и другие кредитно-финансовые учреждения.

Интерес к тем или иным ценным бумагам или к акциям и облигациям какой-то компании возникает при наличии информации о слиянии с более крупным партнером; предстоящих научно-технических открытиях в той или иной компании; о ведущихся деловых переговорах компаний по различным вопросам (о распределении государственных заказов на крупные суммы, что особенно касается крупных военно-промышленных концернов, и т.д.). Распространение такой информации (объективной либо ложной) позволяет биржевым спекулянтам придать мощный импульс повышению курса, который может казаться непредсказуемым. При этом важно осуществить сделку с ценными бумагами за несколько минут до окончания работы биржи, так как установленный курс становится не только окончательным, но и определяющим на следующий период: день или два.

В США широкое развитие получили спекуляции **flor traders**.¹ как называются члены биржи, которые получают стабильную курсовую разницу при минимальных масштабах. В случае биржевого бума они перепродают акции друг другу. Этот процесс рассчитан на то, что до момента снижения курса они сумеют реализовать ценные бумаги. Как правило, в этих случаях находятся покупающие брокеры, действующие в интересах своих клиентов. Этот метод не только способствует увеличению оборота тех или иных ценных бумаг, но и обеспечивает **дополнительные** стимулы для повышательной тенденции на бирже. Кроме того, это своего рода реклама ценных бумаг той или иной компании или корпорации.

Государственные органы надзора запрещают искусственное стимулирование игры на повышение. Однако реально такое регулирование — явление редкое, а если оно происходит, то за эти операции расплачиваются, как правило, мелкие спекулянты. При обнаружении искусственного завышения регулирующие органы могут запретить сделки на бирже, что отрезвляюще действует на спекулянтов и на биржевую конъюнктуру в целом.

Объектом биржевых спекуляций служат не только акции, но и облигации частных компаний и корпораций, которые используются для всякого рода махинаций и мошенничества. При этом спекулятивная прибыль может быть очень большой, если в биржевом обороте участвуют облигации, взятые займы. Подобные операции получили большое распространение в связи с тем, что кредитно-финансовые институты владеют большим количеством облигаций торгово-промышленных корпораций, а также концентрируют в своих руках солидные пакеты других ценных бумаг. Это прежде всего относится к компаниям страхования жизни, элитным пенсионным фондам, а также к трастовым отделам коммерческих банков. Стремясь получить дополнительные барыши, эти учреждения за плату на определенный срок предоставляют в кредит облигации биржевым спекулянтам. Механизм спекуляции основан на разнице процентов по долгосрочным и краткосрочным облигациям, а также на разрыве между процентом по банковским вкладам и по каждому виду облигаций, включая государственные ценные бумаги. Динамика разрыва между процентными ставками определяется часто сменяющейся экономической конъюнктурой, что создает благоприятную почву для спекуляций с облигациями, полученными в кредит.

Для проведения спекуляций с облигациями создаются специальные компании, строящие свой бизнес на колебаниях уровня процентов. В организации и финансировании таких подставных компаний огромную роль играют коммерческие банки, извлекающие дополнительную прибыль при сделках, связанных с предоставлени-

ем облигаций в кредит. В таких операциях участвуют и другие кредитно-финансовые институты, **располагающие** солидными финансовыми ресурсами, например страховые компании, которые в США по сумме активов занимают третье место после коммерческих банков и пенсионных фондов.

Биржевые операции бывают связаны с кражами и подделками. Так, в США стоимость поддельных и украденных ценных бумаг в конце 1980 г. составила 3,6 млрд **долл.**¹ Масштабы подобных махинаций довольно существенны и вызывают тревогу не только у государственных регулирующих органов, но и среди бизнесменов, особенно биржевых. Поэтому создаются специальные фирмы для сбора и анализа сведений о вкладчиках, участвующих в биржевой игре. К ним подключаются инвестиционные банки, обладающие определенной информацией об инвесторах. В современных условиях, когда размер фиктивного капитала и спекуляций с ним постоянно увеличивается, фондовая биржа располагает своим собственным механизмом контроля, позволяющим всесторонне анализировать операции практически по всем видам ценных бумаг.

Получение закрытой информации позволяет очень быстро обогащаться на биржевых операциях. В середине 1980-х — начале 1990-х годов в США произошло несколько крупных биржевых скандалов, связанных с быстрым обогащением маклеров.

В 1990 г. в Нью-Йорке финансист М. Милкен получил за свои махинации на бирже десять лет тюрьмы и заплатил штраф в размере 600 млн долл.

Таким образом, существующая, казалось бы, жесткая регламентация биржевых сделок в ряде случаев оказывается малоэффективной. Биржу периодически потрясают бумы, взлеты и крахи, что во многом связано с ее функциональным механизмом.

Биржа неустойчива по своей природе, поскольку привлекает людей обещанием легкой наживы, прививает вкус к такой наживе и обещает еще большую наживу в награду за их финансовое чутье. Неустойчивость биржи порождается ее спекулятивным механизмом. В условиях благоприятной экономической конъюнктуры, роста ВВП и неуклонной инфляционной тенденции акции повышаются в цене, привлекая на биржу инвесторов и вызывая дальнейшее повышение курсов. В результате интерес покупателей к акциям все **больше** усиливается. Рассчитывая нажиться на повышении курсов акций, они, по существу, определяют их стоимость. На том или ином этапе под влиянием какого-нибудь важного политического или экономиче-

¹ Wall Street Journal. 1980. November 24.

ского события интерес к покупке акции ослабевает или вовсе приостанавливается. Стоимость акций начинает падать, и инвесторы стремятся освободиться от того или иного количества ценных бумаг. Падение курса акций может быть настолько стремительным, что приводит к биржевым крахам. Таким образом, чем выше рост стоимости акций, тем больше они зависят от притока покупателей, рассчитывающих на быструю наживу.

Проявлением спекулятивного механизма стал биржевой крах в США в мае 1970 г., когда обесценение акций составило около 300 млрд **долл.**¹ Волна биржевых потрясений затронула не только мелких инвесторов, но нанесла серьезный урон крупным корпорациям. Биржевая неустойчивость создала кризис платежеспособности для многих крупных корпораций. Крупнейшая железнодорожная компания Perm Central вынуждена была прибегнуть к правительственному гарантированному займу и распродать значительную часть своей недвижимости в **Нью-Йорке**². Аналогичное положение на бирже сложилось в середине 1970-х и начале 1980-х годов в результате спекулятивной волны в условиях стагфляции.

Начало 1980-х годов ознаменовалось новым крупным падением курсов акций на бирже. В 1980 г. оно продолжалось в течение двух месяцев, и уровень падения достиг 16%. В 1981 г. период падения увеличился до четырех месяцев при уровне снижения индекса Доу-Джонса на 17%; объем потерь составил 172 млрд **долл.**³ Новую лихорадку на бирже в 1981 г. деловые круги в определенной степени связывали с ростом процентных ставок.

В 1982 г. после некоторого повышения курс акций на Нью-Йоркской фондовой бирже вновь упал только за один день 26 августа на 36 пунктов, что сравнимо по глубине падения с «черным вторником» 1929 г.⁴ Известно, что с начала 1970-х годов в связи с нарастанием государственного долга и усилением кризисных явлений в функциональном механизме рынка ссудного капитала, вызванного превышением спроса над предложением денежного капитала, процентные ставки поползли вверх. В начале 1980-х тенденция к увеличению ставок усилилась. Однако в отдельные периоды их восходящего уровня происходило снижение. В результате кратковременного падения ставок возрастал биржевой курс ценных бумаг. В августе 1983 г. сотни тысяч крупных и мелких, индивидуальных и организованных вкладчиков заработали на повышении курсов на бирже. Но с но-

¹ Business Week. 1970. May 23. P. 97.

² Business Week. 1973. January 13. P. 44.

³ US News & World Report. 1981 September 21. P. 28.

⁴ Business Week. 1982. September 6. P. 56.

ВЫМ повышением процентных ставок, инициатором которых был City Bank, курсы акций стали **падать**¹.

За 1983 г. индекс курсов акций 500 компаний, согласно оценке фирмы Standard & Poors, повысился на 67%, а по дешевым акциям возрос на 152%. Составной индекс, подсчитанный Value Line, за которым следят многие мелкие инвесторы, повысился на **86%**².

Совершенно другая картина складывалась весной **1981 г.**, когда курс акций и других ценных бумаг (облигаций) существенно снизился. К сентябрю 1981 г. индекс Доу-Джонса упал приблизительно на 20%. Рынок **твердопроцентных** частных облигаций еще не справился с потрясениями, вызванными кризисом **1979—1980** гг. Общая сумма потерь владельцев различных видов ценных бумаг, включая акции и обеспечение денежных обязательств, составила порядка 2 трлн долл. Такое падение курса ценных бумаг затруднило не только послекризисную консолидацию краткосрочных обязательств частных компаний, но и финансирование новых **капиталовложений**³.

Падение курса ценных бумаг, вызванное как самим кризисом, так и ростом процентных ставок, обусловило интенсивный процесс централизации капитала. Крупные корпорации поглотили почти 2,4 тыс. компаний, истратив на эти цели около 80 млрд **долл.**⁴ Таким образом, снижение курса ценных бумаг, связанное с падением производства и высоким уровнем процентных ставок, в целом оказалось выгодным для крупных корпораций США.

В ходе роста курса ценных бумаг в 1983 г. начали утрачивать значение такие популярные в 1970-е годы способы вложения денег, как непроизводительные предметы, коллекционирование антиквариата, монет, марок и т.д. Кроме того, фондовая биржа привлекла денежные фонды, которые на протяжении 1970-х годов вкладывали в драгоценные металлы, бриллианты и землю, несмотря на продолжавшийся рост цен. В результате бума на бирже увеличился объем ежедневных продаж акций. С августа по июль 1983 г. в среднем за день из рук в руки переходило **50—86** млн акций. Для сравнения: в конце 1940-х годов ежедневный оборот достигал 1 млн акций, а в 1960-х — 6 млн акций. В результате повышения курса акций были созданы огромные состояния. Согласно индексу **Wilshire** 5 тыс. акций в сентябре дали потенциальную прибыль в сумме 660 млрд долл.,

¹ Time. 1983. August 19, 22.

² Там же.

³ Мировая экономика и международные отношения. 1982. № 5.

⁴ Там же.

т.е. несколько меньше 700 млрд долл., зарегистрированных в июне, когда курсы акций достигли рекордного **уровня**¹.

С учетом предыдущих многочисленных падений акций многим инвесторам их повышение в 1983 г. принесло практически не намного больше, чем возмещение убытков. Так, чтобы не отстать от инфляции, индекс Доу-Джонса должен был бы составить в ноябре 1982 г. не **1051**, а **2446**². В этот период, по оценке брокерской компании, от повышения курса акций выиграли практически все отрасли экономики. Больше всего возросли курсы акций маклерских контор на Уолл-стрит — на 326%, золотодобывающих компаний — на 223; компаний связи — на **213**, кредитно-финансовых институтов — на 206, строительных компаний — на 204%. Курс акций автомобильных и текстильных компаний удвоился, в металлургической промышленности — возрос на 57%, табачных, электроэнергетических компаний и развлекательных учреждений — на **30%**³. Биржевой бум развивался в условиях снижения темпов инфляции, обусловленных рядом денежно-кредитных и налоговых мероприятий американской администрации.

Продолжительный рост курсов акций привлек вкладчиков, и в 1983 г. их число достигло 32 млн. Во второй половине 1980-х годов в США происходило повышение курсов акций, а также других ценных бумаг, главным образом из-за устойчивого развития экономики, низкой инфляции, относительной стабильности рынка капиталов. Однако общая относительная стабильность сопровождалась увеличением дефицита федерального бюджета и ростом государственного долга. В конечном счете последний фактор привел в октябре 1989 г. к очередному биржевому краху на Нью-Йоркской фондовой бирже. Курсовые потери акций за несколько дней составили почти 1 трлн **долл.**, оказав негативное воздействие на биржи стран Западной Европы, Юго-Восточной Азии и Японии. Лишь вмешательство правительств, временное закрытие бирж и обещание президента США принять меры по сокращению бюджетного дефицита позволили стабилизировать обстановку.

В январе 1990 г. серьезные потрясения испытала Токийская фондовая биржа. Согласно индексу **Nikkei** курс акций упал на 10 пунктов по сравнению с декабрем 1989 г. В **исновом** выражении падение составило 17%, а в долларовом — 23. Основная причина такого крупного падения курса акций — высокая банковская ставка и за-

¹ Time. 1983. September 5.

² Там же.

³ Там же.

ниженная цена иены по отношению к доллару. Это обусловило чрезмерную осторожность инвесторов в приобретении ценных бумаг на протяжении 1990 г., поскольку процентная ставка продолжала оставаться высокой, а цена иены заниженной. Банки и страховые компании предпочли держать большую часть активов в наличности и давать краткосрочные ссуды из расчета 7,3%.

Второе крупное потрясение Токийской фондовой биржи произошло 26 февраля 1990 г., когда курс акций упал на 1569 пунктов, или **4,5%**¹. Но уже **27–28** февраля курс акций поднялся на 1270 пунктов. Причина очередного падения — страх перед увеличением темпов инфляции, высокие процентные ставки, ослабление иены, будущее программы реализации товаров и невиданное столкновение в истории Японии между центральным банком и правительством.

Следующим крупным потрясением стал Азиатский финансовый кризис в октябре 1997 г., который затронул страны Юго-Восточной Азии, в том числе и Японию. Произошло падение курсов акций на Токийской и других фондовых биржах Японии.

В октябре-ноябре 1997 г. курс акций банковских и брокерских фирм упал на **6,9–30%**, индекс Nikkei — на 5,1%.

Таким образом, биржа постоянно находится в состоянии неустойчивости и лихорадочных движений, под воздействием как спекулятивной ее природы, так и постоянных изменений важных конъюнктурных показателей экономики.



Особенности национальных рынков ценных бумаг

- ❑ Глава 9. Секьюритизация активов коммерческих банков
- ❑ Глава 10. Рынок ценных бумаг США
- ❑ Глава 11. Рынок ценных бумаг Японии
- ❑ Глава 12. Рынок ценных бумаг Германии
- ❑ Глава 13. Рынок ценных бумаг Великобритании
- ❑ Глава 14. Рынок ценных бумаг Канады
- ❑ Глава 15. Рынок ценных бумаг Франции и Италии
- ❑ Глава 16. Фондовый рынок Китайской Народной Республики
- ❑ Глава 17. Фондовые рынки стран Восточной Европы и СНГ

¹ *Business Week*. March 12. P. 102.

Глава

9

Секьюритизация активов коммерческих банков

9.1. Секьюритизация активов: сущность и функции

Начиная со второй половины XX в. финансовые институты все в большей степени начинают обращать внимание на рынок ценных бумаг как источник получения дополнительных ресурсов. Наряду с традиционными акциями и облигациями появляются разнообразные производные ценные бумаги. Попытки банков не только привлечь дополнительные ресурсы, но и повысить **ликвидность**, уменьшить риск своих операций привели в 70-е годы XX в. к развитию такой **важнейшей** финансовой инновации, как секьюритизация (от **англ. securitys** — ценные бумаги).

Секьюритизация активов — это конверсия долговых требований банка по выданным кредитам в обращающиеся на рынке ценные бумаги.

Инициатором процесса **секьюритизации** стало правительство США, реализующее задачи социально направленной политики государства. Одной из таких задач было создание условий доступности жилья. В 1970 г. посредством трех квазиправительственных агентств — Государственной национальной ипотечной ассоциации **Ginnie Mae**, Федеральной ипотечной корпорации жилищного кредитования **Freddie Mac** и Федеральной национальной ипотечной ассоциации **Fannie Mae** был создан вторичный рынок ипотечных закладных. Функционирование этих агентств помогло стандартизировать процесс секьюритизации задолженностей по ипотечным кредитам. Через некоторое время секьюритизацию начали осуществлять и коммерческие банки. К середине 1980-х годов она получила распространение практически во всех странах. Выпуски ценных бумаг, обеспеченные активами банка и текущими денежными поступлениями, осуществляются как в США, так и в большинстве развитых европейских стран,

включая Великобританию, Францию, Нидерланды, Германию, Испанию, Италию и Австрию, а также в Японии и Канаде. Секьюритизация получила широкое распространение в крупных международных банках — кредиторах, эмитентах, гарантах, инвесторах, например в Группе международной секьюритизации АБН АМРО банка (Нидерланды).

Основные функции секьюритизации — рефинансирование, страхование рисков, управление ликвидностью.

Функция рефинансирования. Выход кредитных институтов на рынок ценных бумаг позволяет им восполнять недостаток кредитных ресурсов, привлекая средства под свой кредитный портфель. Традиционно ипотечные кредиты выдавались за счет депозитов клиентов как главного источника финансирования банков. Предоставление дополнительных ипотечных кредитов было возможно либо за счет привлечения дополнительных ресурсов, либо после окончания срока выданных кредитов. С точки зрения банка более разумно сразу после выдачи ипотечного кредита продать свои права кредитора на фондовом рынке, предварительно обратив их в ценные бумаги, и привлечь тем самым дополнительные средства для выдачи новых кредитов.

Функция страхования рисков. Секьюритизация активов означает появление вторичного рынка кредитов. Образование вторичного рынка **секьюритизированных** активов позволяет сократить вероятность возникновения рисков, присущих банкам: кредитного, процентного, ликвидности. Многие западные экономисты считают, что банки больше не принимают на себя процентный риск, в настоящее время основная специализация депозитных учреждений — выдача ссуд и обслуживание депозитов, а процентный риск перелagается на другие финансовые учреждения. Однако полностью освободиться от процентного риска даже при секьюритизации банк не в состоянии. Функция секьюритизации состоит не в том, чтобы устранить кредитный риск банка-кредитора, а в том, чтобы разделить его между банком, инвестором и посредником. Продавая обязательства по ссудам, коммерческий банк перелagает часть кредитного риска на третьих лиц. При продаже **секьюритизированные** активы выносятся за баланс банка и переводятся посреднику (это может быть или трастовая компания, или **гарант**), который размещает ценные бумаги и служит гарантом, в связи с чем улучшается ликвидность банка.

Для инвесторов вложения денежных средств в секьюритизированные активы безопаснее, чем в традиционные ценные бумаги. Как правило, банки оформляют в ценные бумаги не определенные кредиты, а совокупность разных кредитов, создавая пулы активов. Это приводит к диверсификации риска потерь, в связи с чем кредитный риск и риск досрочной оплаты уменьшаются. Поэтому для

инвесторов, в том числе и банков, вложения в ценные бумаги, обеспеченные **секьюритизированными** активами, означает высокую ликвидность капиталовложений и снижение риска. При этом малым банкам, не обладающим должной репутацией и возможностями анализа платежеспособности заемщиков, иногда выгоднее купить ценные бумаги, обеспеченные активами других банков, чем выдавать собственные ссуды. Положение должников такое объединение никак не затрагивает, поскольку их ответственность не меняется.

Функция управления ликвидностью коммерческого банка. Банки, формируя активы, выдают разнообразные кредиты, позволяющие получать доход в форме ссудных процентов. Однако реализовать такие активы в нужный момент не всегда удается, что может привести к потере платежеспособности банка. **Секьюритизация** представляет собой важный инструмент управления активами, позволяя с должной быстротой и эффективностью в условиях подвижного и насыщенного конкуренцией рынка реализовать активы.

Немаловажное значение **секьюритизация** имеет для улучшения показателей ликвидности, которые являются основным инструментом контроля ликвидности со стороны регулирующих органов. Банки, особенно крупные, постоянно испытывают недостаточность ликвидности, имея чрезмерную сумму рискованных активов. Из-за этого они подвергаются давлению со стороны контрольных банковских органов, требующих улучшить структуру портфеля и повысить коэффициенты ликвидности. Для решения этой проблемы после предоставления ссуды банки передают часть рискованных активов инвестору, вынося их за баланс. К **секьюритизации** банк может обратиться и в случае, когда его активы находятся в слишком замороженном состоянии по сравнению с показателями, установленными банковским законодательством. Таким образом, преимущества управления ликвидностью с помощью секьюритизации состоят в создании возможности для переноса рисков по активам на третьих лиц.

Процесс секьюритизации помогает банкам решать ряд насущных проблем, и **во-первых**, проблему повышения ликвидности. Превращая часть неликвидных активов в ценные бумаги, банк имеет возможность путем их продажи на рынке привлечь средства и вложить их в менее рискованные или более ликвидные активы.

Во-вторых, банкам легче соблюдать требования достаточности капитала. В результате вывода рискованных активов за баланс (путем оформления их в ценные бумаги) уменьшается объем активов, взвешенных по степени риска, т.е. норматив повышается.

В-третьих, секьюритизация помогает банку получить дополнительную прибыль за счет повышения доходности банковских операций. Превращая активы в долгосрочные ценные бумаги, бан-

ки получают доступ к более дешевым, долгосрочным ресурсам. Далее, продавая ссуды, банки получают дополнительную возможность вложить полученные денежные средства в новые активы и получить дополнительный доход. Полученная в результате банковская прибыль будет равна разнице между процентом по кредиту и процентом по проданным ценным бумагам плюс процент по вновь предоставленным кредитам. При этом процент по выданным кредитам более высокий, чем по проданным ценным бумагам. Помимо этого, банки получают вознаграждение за обслуживание, инкассацию процента и платежей по основному долгу, а также за экспертизу и надежность условий.

В-четвертых, секьюритизация помогает снижать стоимость заимствований. Это связано с продажей активов, риск по которым невелик. В этом случае дисконт по ценной бумаге будет низок, он может быть даже ниже, чем по межбанковскому кредиту, что и приведет к «дешевым» деньгам.

В-пятых, секьюритизация решает проблему диверсификации риска. Под обеспечение средне- или долгосрочными кредитами можно осуществить несколько выпусков краткосрочных ценных бумаг. Получая ресурсы от продажи краткосрочных бумаг, банк может использовать их для более надежного размещения, что позволит покрыть кредитный риск от низких процентных ставок и от непогашения кредита.

В-шестых, секьюритизация решает проблему малых банков, давая им возможность диверсифицировать свои портфели (чего они не могут сделать на локальных кредитных рынках). Банки имеют возможность выдавать одну и ту же ссуду разным клиентам на разные сроки, цели, под разное обеспечение и по разной процентной ставке.

9.2. Виды секьюритизируемых активов

Первоначально банки **секьюритизировали** только кредиты, предоставленные для покупки жилья. Однако со временем процесс секьюритизации распространился и на другие виды активов, лежащих в основе выпуска ценных бумаг. В настоящее время наибольшую популярность получила секьюритизация ипотечных кредитов, ссуд на покупку автомобилей, поступлений по кредитным карточкам, по лизинговым контрактам.

Секьюритизация ипотечных кредитов. Ввиду надежности ипотеки ипотечные кредиты были и остаются идеальным объектом для секьюритизации.

Ценные бумаги, выпущенные в процессе секьюритизации ипотечных активов, называются ценными бумагами, обеспеченными пу-

лом ипотек (mortgage-backed securities, MBS). Эмиссия таких ценных бумаг осуществляется траншами. В отношении одного пула их может быть несколько. В зависимости от сроков погашения подразделяются на старшие или младшие транши и обозначаются буквами (А, В, С,...). Владельцы ценных бумаг старшего транша несут меньший риск, так как по отношению к ним обязательства исполняются в первую очередь. Инвесторы младших траншей оказываются следующими в очереди и берут на себя больший риск неисполнения обязательств, в связи с чем получают более высокий доход.

Многообразие и сложность ипотечного рынка привели к тому, что отдельно стали выделяться ипотечные кредиты, обеспеченные залогом коммерческой недвижимости.

Секьюритизация ссуд на покупку автомобилей. Секьюритизация долговых обязательств по ссудам на покупку автомобилей зародилась в 1980-е годы в США. Первая сделка с кредитами на покупку автомобилей была проведена в мае 1985 г. Это направление секьюритизации довольно быстро получило широкое распространение. Ценные бумаги, обеспеченные кредитами на покупку автомобилей, представляют собой в настоящее время один из крупнейших и наиболее развитых секторов рынка ценных бумаг, обеспеченных активами. В 2000 г. его объем составил 42 млрд долл. На **секьюритизацию** обязательств по ссудам на автомобили приходился **31%** всего объема рынка ценных бумаг, обеспеченных **активами**¹.

Для инвесторов ценные бумаги, обеспеченные ссудами на покупку автомобилей, конкурируют с казначейскими ценными бумагами как инструмент стабильных инвестиций. Им присваиваются кредитные рейтинги от AAA до А. Максимальный срок займов, служащих обеспечением этих бумаг, составляет 5 лет. В октябре 2002 г. французская автомобильная компания Renault через свое объединение Cars **Allians** продала облигации с плавающей ставкой, рассчитанные на два транша, на общую сумму 1,4 млрд **евро**². Облигации были проданы инвесторам из десяти **стран**, включая Францию, Великобританию и Нидерланды. Экономисты ABN **AMRO** объясняют большой спрос на них со стороны инвесторов хорошей их доходностью и коротким сроком обращения.

Секьюритизация поступлений по кредитным карточкам. В последние годы кредитные карточки все больше становятся непосредственным атрибутом современной жизни. В развитых странах пластиковыми карточками оплачивается большинство покупок, и взрослый человек имеет по меньшей мере одну карточку. В 2000 г. только

в США на секьюритизацию долговых обязательств по кредитным карточкам приходился 21% (28,2 млрд долл.) всего объема рынка ценных бумаг, обеспеченных **активами**¹.

Выпуская кредитные карточки, коммерческие банки несут высокую долю риска, так как обязательства по ним ничем не обеспечены. Поэтому процентные ставки по кредитным карточкам значительно выше, чем по обеспеченным кредитам, как, например, предоставляемым под покупку жилья или автомобилей. Так, в США кредиты сроком на 20 лет под закладную на недвижимость имели в начале 1990-х годов процентную ставку около 9,25%, а средняя ссуда по кредитной карточке сроком погашения не более 2 лет — **18%**².

Лидером рынка кредитных карточек в 1980-х годах был Citibank. В 1987 г. он эмитировал 10 млн карточек и имел дебиторскую задолженность по карточкам в размере 15,3 млрд долл. К концу 1990 г. его обогнала **Citicorp.**, которая **секьюритизировала** задолженности по кредитным карточкам на сумму **16,3 млрд долл.**³

Коммерческие банки рефинансируют ссуды, предоставляемые по кредитным карточкам, путем выпуска особого вида ценных бумаг — сертификатов для амортизации возобновляемого долга (CARDS). Типичный CARDS представляет собой **однотраншевую** ценную бумагу, по которой эмитент ежемесячно выплачивает проценты. Обычно срок ее погашения составляет 5 лет. Ценные бумаги, обеспеченные поступлениями по кредитным карточкам, пользуются большой популярностью среди инвесторов. Очень часто обеспечением таких ценных бумаг служат денежные поступления по картам Visa или Master Card.

Секьюритизация поступлений по лизинговым контрактам. Развитие лизингового рынка обусловило появление секьюритизации поступлений по лизинговым контрактам. Впервые Секьюритизация лизинговых активов осуществилась в США. Это был лизинг компьютерной техники через компанию **Sperry Lease Corp.** В Европе первыми стали проводить секьюритизацию лизинговых сделок компании Auriga (Италия) в 1991 г. и Truck Funding (Великобритания) в 1992 г. Позднее эти сделки получили распространение в Канаде, Германии, Нидерландах, Швейцарии, Ирландии, Сингапуре, **Гонконге**⁴.

Крупные лизинговые компании используют возможность выхода на рынок ценных бумаг посредством секьюритизации. Лизинг оборудования дает идеальное обеспечение для ценных бумаг, обеспе-

¹ **Financial Times**. 2002. October. 15.

² **Дзарасов С.С.** Деятельность банков, современный **опыт** США. М.: Экономист, 1992.

³ **Синки Дж.** Управление финансами в коммерческом банке. Catallaxy, 1994.

⁴ **Henderson J.** Asset **Securitisation: Current** techniques and emerging market application. London. ING Barrings and Euromoney Books Publication. 1997.

¹ Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой и активами: Пер. с англ. / Под ред. Л. Хейра. М.: **Альпина Бизнес Букс**. 2007.

² **Financial Times**. 2002. October. 15.

ценных активами, благодаря низкому уровню невыполнения обязательств и просрочки платежей. Если должниками по большей части других ценных бумаг, обеспеченных активами, часто становятся физические лица, то лизингополучатели — обычно корпорации.

Эмиссия ценных бумаг, обеспеченных лизинговыми активами (их называют лизинговыми обязательствами (lease **bonds**)), имеет особенность: ценные бумаги выпускаются не под оборудование, сданное в лизинг, а под денежные поступления от лизингополучателя.

При размещении ценных бумаг, обеспеченных лизинговыми активами, эмитенты используют стратегии:

- однократного выхода на рынок с большим объемом бумаг, обеспеченных лизинговыми активами;
- многократных выходов с небольшими объемами бумаг.

В качестве примера крупной однократной сделки по секьюритизации активов, где значительную долю составили договоры лизинга оборудования, можно привести размещение облигаций в конце 1996 г., осуществленное инвестиционными банками Goldman Sashs и Nomura International для компании AT&T Capital (в 1998 г. эта компания слилась с **Newcourt**). Объем размещений составил 3,1 млрд долл., сроки погашения траншей облигаций были подобраны таким образом, чтобы они максимально совпадали с лизинговыми платежами. Было выпущено пять траншей; каждому был присвоен рейтинг AAA для **1—4-го** траншей и A для 5-го транша. Снижение рейтинга последнего транша связано с тем, что качество активов для него оказалось несколько хуже, чем для предыдущих.

Средние и небольшие компании, придерживаются, как правило, второй стратегии: выходят на рынок с небольшими объемами ценных бумаг. Например, компания GECS выходила в январе-феврале 1998 г. на рынок 6 раз с суммами **20—50** млн долл., а ORIX — 5 раз с суммами **4—7** млн **долл.**¹ Потенциальными инвесторами таких ценных бумаг являются инвестиционные компании, хедж-фонды и др.

В США в условиях развития процесса секьюритизации активов еще одним перспективным направлением становится сектор рынка ценных бумаг, обеспеченных студенческими кредитами. Первым эмиссию таких бумаг осуществил в 1993 г. Society Student Loan Trust. За ним последовали другие эмитенты, и к концу 1994 г. рынок ценных бумаг, обеспеченных студенческими кредитами, окончательно сформировался. В период с 1995 по 2000 г. сумма эмиссий достигла 53,6 млрд долл., что составило 8% в общем объеме рынка ценных бумаг, обеспеченных **активами**².

¹ Белоус А.П. Лизинг. Мировой опыт. Уроки для России. М: ИМЭМО РАН, 2000.

² Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой и активами...

В последние годы начинают проводить эмиссии ценных бумаг, обеспеченных долговыми обязательствами корпораций CDO (**Collateralized debt obligations**). Таким образом, процесс секьюритизации продолжает развиваться, и немалое значение в нем будет иметь **секьюритизация** потребительского кредита и других долгосрочных обязательств.

9.3. Процесс секьюритизации активов: участники и этапы

Процесс секьюритизации представляет собой весьма сложную многоэтапную операцию, в которую вовлечено множество финансовых учреждений и используются различные инструменты финансового рынка.

Основные участники наиболее простого процесса секьюритизации — банк-кредитор, являющийся инициатором сделки и предоставляющий заемщику денежные средства в виде ссуды, а также выполняющий функции эмитента по выпуску ценных бумаг, обеспеченных активами; инвестор, покупающий ценные бумаги, что дает ему право на получение и возмещение стоимости ценных бумаг по окончании их срока и процентов по ним; заемщик, получающий кредит, а затем отдающий денежные средства (сумму основного долга и проценты по ссуде) банку-кредитору. Однако на практике процесс секьюритизации часто осуществляется при участии банка-организатора или независимой компании, которая берет на себя функции по выпуску, размещению, гарантированию и погашению ценных бумаг, привлекая для этого посредников или осуществляя эти функции самостоятельно. Схематично процесс секьюритизации изображен на рис. 9.1.



Рис. 9.1. Процесс секьюритизации активов

Рассмотрим более подробно деятельность каждого из участников и этапы процесса на примере секьюритизации ипотеки в США

как самого первого появившегося и окончательно сформировавшегося вида **секьюритизации** (рис. 9.2).



Рис. 9.2. Секьюритизация ипотечных кредитов в США:

— движение денежных средств в счет погашения
долговых обязательств

Основной участник — банк-кредитор, выдавший ссуды заемщику и затем **секьюритизирующий** задолженность в целях увеличения кредитных ресурсов. Он самостоятельно определяет объем необходимой для секьюритизации задолженности, выпускает на основе этого ценные бумаги, выполняя, таким образом, функции эмитента, пытается найти инвесторов и разместить среди них выпущенные бумаги. Банк-кредитор выполняет функции посредника между заемщиком и инвестором, сохраняя контакт с заемщиком и оставляя за собой право установления процентов и принятия решений в случае невыполнения заемщиком своих обязательств.

Банк-кредитор может сам быть инициатором процесса секьюритизации либо обратиться к банку-организатору или независимой специализированной компании. В последнем случае банк-организатор связывается с заемщиком, ищет эмитента ценных бумаг, решает вопросы, связанные с видом, номиналом, сроком ценной бумаги, определяет круг лиц, которые будут участвовать в этом процессе.

Иногда банк-организатор сам предлагает банку-кредитору **секьюритизировать** активы. Чаще всего это происходит, когда для банка-кредитора такая сделка является разовой. В случае согласия банка-кредитора банк-организатор помогает ему в проведении этой сделки за вознаграждение. Банку-организатору осуществить **секью-**

ритизацию легче и дешевле, поскольку он имеет опыт работы на рынке ценных бумаг, клиентов, которые будут участвовать в процессе секьюритизации, налаженные связи с эмитентами бумаг.

Следующий участник — банк-организатор либо независимая компания. Банк-организатор формирует в пулы долговые обязательства банка-кредитора, которые служат обеспечением выпускаемых ценных бумаг, а также размещает выпущенные ценные бумаги среди инвесторов. На него же возлагаются функции выплаты процентов и погашения ценных бумаг за счет средств, поступающих от заемщика. Банк-организатор может выполнять все операции по выпуску, реализации и погашению ценных бумаг самостоятельно, однако чаще он привлекает посредников — эмитентов ценных бумаг, гарантов, рейтинговые агентства и ряд других институтов, которые в полной мере обеспечивают процесс секьюритизации.

В своей деятельности банк-организатор руководствуется планом поэтапной подготовки сделки секьюритизации. Как показывает практика, продолжительность подготовки такой сделки длится более года, при этом основная часть времени приходится на переговоры с рейтинговым агентством, которое должно оценить кредитоспособность заемщика, устойчивость и финансовое состояние банка-кредитора, чтобы определить рейтинг ценных бумаг.

Далее банк-организатор окончательно согласовывает условия сделки со всеми участниками — банком-кредитором, депозитарием или трастовой компанией, андеррайтером и эмитентом. В некоторых случаях о предстоящей сделке ставится в известность и заемщик, в этом случае и с ним проводятся переговоры об условиях погашения кредита — сроках, сумме и последовательности погашения процентов. На банк-организатор возлагаются также обязанности по назначению ведущего менеджера сделки, который является гарантом займа, с одной стороны, и выражает интересы банка-кредитора — с другой.

Прежде чем передать документы по организации сделки андеррайтеру, **рейтинговой** компании или эмитенту, банк-организатор изучает деятельность заемщика, цели получения и источники погашения кредита, проводит внутренний аудит заемщика. После переговоров с рейтинговым агентством банк продолжает изучение заемщика: проводит внешний аудит, изучает качество активов, составляет комплект необходимой документации и передает его в специально созданную независимую компанию для осуществления эмиссии ценных бумаг.

Эмитент ценных бумаг, обеспеченных обязательствами заемщика, — следующий участник процесса секьюритизации, который совместно с рейтинговым агентством определяет рейтинг надежности ценных бумаг и размещает их на фондовом рынке. Им может быть

специально созданная независимая компания, иногда — инвестиционный банк. Банки-кредиторы редко сами выпускают облигации, обеспеченные пулами кредитов, поскольку такие облигации подпадают под резервные требования центрального банка, влияют на коэффициент достаточности собственного капитала банка и показатель рискованности активов. Для обхода указанных ограничений создается независимая компания, ей продается пул кредитов, на основе которых она выпускает ценные бумаги в виде сертификатов.

Наиболее часто в процессе **секьюритизации** специально созданной независимой компанией в США становится траст, или бизнес-траст. Это связано, во-первых, с тем, что траст легче и быстрее создать, чем, например, корпорацию или товарищество. Любая корпорация неизменно требует наличия свидетельства о регистрации, устава, должностных лиц и директоров. Она также должна выпускать по крайней мере один класс обыкновенных акций. Товарищество требует наличия партнеров, по крайней мере одного главного партнера, и соглашения об организации товарищества. И корпорации, и товарищества, как правило, должны получить лицензию (разрешение) на проведение операций в штате, в котором они организуются. Траст обычно не требует никаких особых формальностей, за исключением объявления о том, что он создается.

Кроме того, будучи отдельным юридическим лицом, траст может самостоятельно заключать соглашения, например об обслуживании и письменные соглашения об эмиссии облигаций. В Европе эмитентами чаще всего становятся депозитарии или другие специализированные компании.

Рейтинговая компания (агентство) — еще один участник процесса секьюритизации, который на основании изучения финансового состояния заемщика должен присвоить определенный рейтинг выпускаемым ценным бумагам. При оценке риска и принятии решений о покупке ценных бумаг, обеспеченных активами, инвесторы во многом полагаются на такие рейтинги, поскольку рейтинговые компании имеют больше возможностей доступа к информации о заемщике.

При присвоении рейтинга в основном учитывают юридические риски, касающиеся правомерности сделки; риск достаточности обеспечения; риск кредитора, на которого выставлены данные требования; риск, связанный с государственным регулированием; валютные риски; риск неплатежеспособности заемщика, реинвестирования, процентной ставки, потери ликвидности, досрочного погашения требований. Ценные бумаги, получившие рейтинговую оценку, более привлекательны для инвесторов и более ликвидны, так как банки привыкли доверять таким ведущим агентствам.

В большинстве случаев ценные бумаги, выпущенные в процессе секьюритизации активов, обладают более высокой рейтинговой оценкой, нежели другие долговые обязательства (в основном до уровня AAA). Это объясняется прежде всего тем, что активы, служащие обеспечением ценных бумаг, выносятся за баланс банка-кредитора. В результате юридически пул дебиторской задолженности не будет собственностью **банка-кредитора** в случае его банкротства и платежи по нему не будут использованы банком для покрытия убытков.

Еще одним участником процесса секьюритизации является управляющая компания. Очень часто ее функции выполняет специально созданная независимая компания (траст). Она осуществляет продажу выпущенных ценных бумаг путем открытого размещения и берет на себя обязательства по распределению между держателями бумаг потоков платежей, поступающих от заемщика на ее накопительный счет, а также выкупает бумаги после полного погашения кредита. Управляющая компания, следовательно, также выполняет функции плательщика по отношению к держателю бумаги. Если управляющая компания по каким-либо причинам прекратила свою деятельность, то траст, выполняя функции гаранта, обязуется распределять поступившие денежные средства. Траст, таким образом, служит гарантом перед инвесторами и хранилищем **секьюритизированных** активов (сгруппированных кредитов) и выпущенных ценных бумаг, контролируя поступление платежей в счет погашения секьюритизированных активов, и не занимается никаким другим видом коммерческой деятельности.

Инвестор как самостоятельный участник процесса секьюритизации покупает ценные бумаги, внося деньги на счет эмитента. Эти деньги эмитент передает банку-кредитору. Инвестор, приобретающий ценные бумаги, не имеет представления об индивидуальном риске ценной бумаги, полностью полагаясь на гарантии траста. В качестве инвесторов выступают банки и небанковские кредитно-финансовые институты: пенсионные фонды, страховые компании, инвестиционные компании. В ряде случаев инвесторами могут быть **сами** заемщики, выкупая свои долги. В таком случае процесс секьюритизации на этом заканчивается.

В процессе секьюритизации участвуют также банк-гарант и/или страховая компания. Поскольку инвестор, приобретающий ценные бумаги, не проводит оценку активов, он несет кредитный риск или риск банкротства. Но в случае экономической рецессии возможны массовые банкротства по активам, положенным в основу этих бумаг. Более того, их вероятность усиливается тем, что банки, осуществляя секьюритизацию активов, списывают с балансов наиболее рискованные активы, оставляя за собой портфель активов, менее

рискованных. Поэтому в целях сохранения устойчивости на рынке ценных бумаг необходимо проведение мероприятий по снижению кредитного риска.

Минимизацию этого риска могут обеспечить как инициатор секьюритизации, так и третья сторона, дополнительный участник процесса секьюритизации активов, т.е. гарант или страховая компания. Например, Citicorp специально создала Capital Markets Assurance Corporation, которая предоставляет финансовые гарантии под выпускаемые ценные бумаги. В качестве гарантий может быть обеспечение в объеме, превышающем сумму инвестирования, или субординация прав кредиторов (когда право кредитора первой очереди переходит к **инвестору**)¹.

В целях снижения риска неплатежа может привлекаться страховая компания, которая за страховую премию берет на себя обязательства страхового возмещения инвестору в случае неисполнения обязательств. Такая операция для страховой компании более приемлема, нежели страхование риска непогашения кредита банку-кредитору. В этом случае страхуется набор (пул) кредитов, состоящий из кредитов, однородных по срокам и риску, но различающихся по заемщикам и кредиторам, что в определенной степени в результате диверсификации кредитов снижает общий риск пула. Платательщик страховой премии — банк-кредитор. Гарантии страховых компаний составляют определенную долю первоначального выпуска или балансовой стоимости пула.

Функции заемщика состоят в уплате суммы в погашение основного долга и процентов по займам в независимую компанию, в которой средства аккумулируются на специальном счете и в последующем служат основанием для погашения ценных бумаг.

На практике процесс секьюритизации может выглядеть сложнее, а число его участников — больше. Функции участников, рассмотренные на типичном примере процесса секьюритизации, могут передаваться от одного участника к нескольким дополнительно привлеченным. Хранителями сформированных пакетов ценных бумаг и гарантами выполнения обязательств перед покупателями ценных бумаг служат посредники. Введение посредников обеспечивает более надежную защиту прав инвесторов (держателей ценных **бумаж**).

Если банк-кредитор, осуществивший ссудные операции, а затем продавший обязательства по ссудам, становится банкротом, это практически не затрагивает интересы инвесторов, поскольку отвечать по обязательствам перед инвесторами будет посредник (траст или гарант).

¹ Obay L. Financial Innovation in the Banking Industry. The Case of Asset Securitization. N.Y., L.: Garland publ., 2000.

Наличие такого большого числа участников процесса **секьюритизации** во многом становится средством снижения издержек банка-кредитора по секьюритизации своих активов, особенно если он осуществляет такую сделку однократно либо его имя недостаточно известно на рынке. Привлечение посредников, которые профессионально занимаются этим, секьюритизируя одновременно несколько активов нескольких банков, разделяя совокупные затраты на большее число **секьюритизированных** активов, приводит к существенному снижению издержек секьюритизации для каждого отдельного банка. Все это может не только не понизить доходность ценной бумаги, но и в отдельных случаях даже повысить ее.

Наличие эмитента, гаранта или компании, пользующихся доверием на рынке, приводят к повышению привлекательности выпущенных ценных бумаг для инвестора. Это заставляет банк-кредитор обращаться к посредникам при секьюритизации. Если банк-кредитор осуществляет **секьюритизацию** своих активов постоянно и в больших размерах, имеет высокий рейтинг, то ему чаще всего выгодно привлекать к этому процессу минимум участников.

Процесс секьюритизации включает в себя несколько этапов от момента выдачи кредитов до момента погашения ценных бумаг, обеспеченных этими кредитами (рис. 9.3).



Рис. 9.3. Этапы процесса секьюритизации

На 1-м этапе заключается сделка банка-кредитора с заемщиком на предоставлении кредита на сумму и срок, предусмотренные в кредитном договоре, определяются пути и способы погашения и обеспечения этого кредита. Банк-кредитор определяет возможности возврата кредита, кредитный риск, возможность и необходимость в дальнейшем **секьюритизировать** данный кредит. Такая необходимость определяется в первую очередь высоким кредитным риском, который банк пытается снизить за счет не только формирования резервов, но и передачи части его другим участникам финансового рынка. Возможность секьюритизации связана прежде всего с порядком погашения кредита. Как правило, секьюритизации подлежат кредиты с постепенным погашением как основной суммы кредита,

так и процентов по нему. Поэтому **секьюритизации** подвержены ипотечные и потребительские кредиты.

На 2-м этапе выданные кредиты группируются кредитором по срочности, процентным ставкам, кредитным рискам и ликвидности, на основании чего принимается решение о продаже определенных видов кредитов (низколиквидных, долгосрочных либо высокорискованных). Для осуществления продажи необходимо сформировать пул кредитов, которые должны быть относительно однородными по названным показателям, что обеспечивает возможность актуарных расчетов. В пул кредитов не должны включаться некачественные (проблемные) кредиты, поэтому многократно возрастают требования к унификации и стандартам кредитования, что обеспечивает минимизацию возможных рисков и надежность ценных бумаг.

Для реализации сформированных пулов, организации всего процесса эмиссии, реализации ценных бумаг, погашения долговых обязательств банк-кредитор осуществляет выбор банка-организатора. Полученные впоследствии от банка-организатора денежные средства от размещения ценных бумаг могут быть использованы банком-кредитором для последующего размещения в виде выдачи кредитов либо покупки ценных бумаг. Права на обслуживание выданного кредита он может сохранить за собой либо продать их другому участнику, в частности банку-организатору или специализированной компании. Такие права имеют свою стоимость, выраженную в комиссионных по обслуживанию.

Главная задача 3-го этапа — размещение ценных бумаг, обеспеченных активами. Для этого необходимы траст-компания, которая возьмет на свой баланс долговые обязательства, эмитент ценных бумаг, банк-андеррайтер, который выполнит все функции по эмиссии, рейтинговая компания для присвоения ценным бумагам рейтинга, страховая компания, обеспечивающая дополнительную гарантию инвестору. Всех этих участников находит банк-организатор. В отдельных случаях функции эмитента и гаранта он может взять на себя.

Взаимодействие всех участников на этом этапе происходит на определенных условиях, которые оговаривает и предопределяет банк-организатор. В результате окончательного согласования деятельности всех участников на основе документации, представленной банком-организатором, осуществляется подготовка информационного меморандума и **происходит** продажа сформированных в «пул» активов специально созданной независимой компании (**траст/SPV**)¹, на основе чего и происходит выпуск ценных бумаг.

После выпуска ценных бумаг они размещаются на рынке, и деньги от их реализации поступают банку-кредитору.

¹ *Obay L.* Указ. соч.

На 4-м этапе выплачиваемые заемщиком в счет погашения долга денежные средства аккумулируются банком-организатором для последующего погашения ценных бумаг и выплаты процентов по ним. Если **заемщик** не был уведомлен о секьюритизации кредита, т.е. не был активным участником этого процесса, денежные средства, поступающие от заемщика в банк-кредитор, перечисляются последним в банк-организатор.

На 5-м этапе происходит погашение ценных бумаг за счет аккумулированных банком-организатором денежных средств.

В зависимости от вида активов, обеспечивающих ценные бумаги, процесс секьюритизации может иметь свои особенности, касающиеся участников процесса, их взаимодействия и этапов. Своя специфика характерна и для ценных бумаг, обеспеченных активами, которые при этом выпускаются.

9.4. Развитие секьюритизации активов в России

Процесс секьюритизации, получивший широкое распространение на Западе, все в большей степени начинает распространяться в России. Как и во всех **промышленно** развитых странах, при сохранении банками ведущей роли в финансировании экономической деятельности возрастает значение рынка ценных бумаг и в России как важного источника финансирования корпоративного сектора и государства. С 1995 г. Правительство отказалось от использования прямых кредитов Банка России на финансирование дефицита федерального бюджета. Основными источниками покрытия дефицита стали заимствования на внешнем и внутреннем **рынке**¹.

Необходимость секьюритизации банковских активов в России вызывается рядом обстоятельств: во-первых, желанием банков найти прибыльные и низкорискованные операции, так как после 1998 г. исчерпалась структура инструментов, позволяющих зарабатывать сверхприбыль (государственные ценные бумаги, валютные операции); во-вторых, ужесточением требований Банка России к российским банкам по размеру капитала и степени риска, которые приводят к необходимости проведения более активной политики и минимизации рисков невозврата кредитов. Развитие кредитной системы и рынка ценных бумаг в России создает реальные предпосылки для коммерческих банков в поисках путей снижения риска и привлечения дополнительных денежных средств обращаться к опыту развития секьюритизации за рубежом.

¹ См.: *Годовой отчет Банка России за 1995 г.*

Как и на Западе, основой проведения **секьюритизации** в России является прежде всего ипотека. Это объясняется рядом факторов. С одной стороны, необходимо развивать ипотечное кредитование (как для банка, так и для народного хозяйства), с другой — важно максимально снизить довольно высокий риск этой операции. Увеличивающийся спрос на жилье в условиях небольших доходов подавляющей массы населения России способствует расширению ипотечного кредита. Однако у банков возникают проблемы, связанные как с привлечением денежных средств, так и с возвратностью кредитов. Несмотря на снижение темпов инфляции и улучшение экономической обстановки в России, все еще значительно недоверие населения к банкам и рынку ценных бумаг, что препятствует предоставлению последним денег на продолжительные сроки.

Проведение секьюритизации ипотечных кредитов может облегчить решение проблем. Привлечение средств для выдачи ипотечных кредитов многие банки все больше увязывают с использованием опыта секьюритизации имеющихся кредитов. Немалое значение имеет обеспеченность кредитов. Риск невозврата ипотечных кредитов, обусловленный несовершенством системы их обеспечения и законодательства, препятствует расширению объемов ипотечного кредитования. Однако, как показывает зарубежный опыт, развитию процесса секьюритизации ипотечных кредитов должно способствовать не только желание банков, но и создание определенной инфраструктуры, способствующей ее проведению, наличие определенных институтов, которые смогли бы организовать этот процесс.

В России уже сделаны определенные шаги, способствующие развитию инфраструктуры процесса секьюритизации. В 1996 г. Правительством РФ было образовано ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию» (**АИЖК**), которое взяло за основу американский опыт секьюритизации ипотечных кредитов.

Создание Агентства можно рассматривать как первую в России попытку секьюритизации **ипотечных** кредитов. В 1998 г. на основе совместных консультаций с компанией Fanny May Агентство разработало систему ипотечного кредитования, в соответствии с которой ипотечные кредиты выдаются непосредственно банками, а Агентство через свои региональные агентства выкупает эти кредиты у банков, выплачивая последним небольшое комиссионное вознаграждение.

Как показывает зарубежный опыт, одного банка-организатора для проведения полноценного процесса секьюритизации явно недостаточно. В процессе необходимо участие специально создаваемых для секьюритизации компаний, т.е. юридического лица, на которое переводятся активы. В 2003 г. был принят Закон «Об ипотечных ценных бумагах», который стал основой для проведения секьюритизации ипотечных кредитов в России. Однако имеющиеся недос-

татки в законе сдерживали развитие процесса секьюритизации. В частности, не был четко определен вопрос о формировании и функционировании специально создаваемых компаний, включение в процесс в качестве участников рейтинговых и страховых компаний. Такое положение негативно влияло на привлекательность ценных бумаг для инвесторов. Только в 2006 г. к закону были приняты поправки, направленные на регулирование деятельности **секьюритизационных** структур. Таким образом, были предприняты попытки создания основных элементов инфраструктуры секьюритизации, которые должны обеспечить привлекательность ипотечных ценных бумаг, защиту инвесторов от потерь, защиту интересов банка, предоставляющего ипотечный кредит. На рис. 9.4 приведена схема процесса секьюритизации ипотечных кредитов в России. Эта схема наиболее приемлема в российских условиях и по структуре элементов максимально приближена к схеме процесса секьюритизации западных стран. Основные участники — банк-кредитор, выдающий кредиты и реализующий их, банк-организатор, выполняющий функции организатора процесса секьюритизации и обеспечивающий эмиссию ценных бумаг, специально созданная компания (в Федеральном законе названа специальным ипотечным агентом), которой реально передаются активы (пул кредитов) с баланса банка-кредитора. Для обеспечения гарантии исполнения обязательств, кредитной и рейтинговой поддержки в процесс секьюритизации должны быть привлечены гаранты, страховые компании и рейтинговые агентства.



Рис. 9.5 Типовая схема процесса секьюритизации ипотечных кредитов в России:

— движение денежных средств в счет погашения
долговых обязательств

Таким образом, усовершенствование правовой базы способствовало развитию процесса секьюритизации в России. Объем проводимой банками секьюритизации за 2006 г. по сравнению с предыдущим годом увеличился в 13 раз и достиг 3,5 млрд долл. Примером крупной сделки секьюритизации в России стал выпуск Внешторгбанком ценных бумаг, обеспеченных ипотечными активами. Объем выпущенных еврооблигаций составил 88,3 млн долл., срок обращения 29 лет. Еврооблигации были разделены на три транша, старшему траншу присвоена рейтинговая оценка A1 по шкале Moody's.

Организатором процесса секьюритизации стал Внешторгбанк. Банки Barclays Capital и HSBC при участии Международной финансовой корпорации предоставили инструменты кредитной поддержки. Bank of New York осуществляет функции платежного агента и доверительного управляющего (траста). Специальным ипотечным агентом стала компания Russian Mortgage Backed Securities. Покупателями ценных бумаг стали инвесторы из Англии, инвестиционные фонды и банки Австрии, Португалии, Греции и Германии.

Секьюритизация других видов активов в России развивается достаточно слабо. Прежде всего, это связано с отсутствием законодательной базы, если при секьюритизации ипотечных кредитов можно применять Закон «Об ипотечных ценных бумагах», то для других видов кредитов такого специального закона пока нет. Однако в современных условиях развития экономики секьюритизация активов может быть эффективна в разных ее секторах, где осуществляется кредитование и формируются обязательства.



Рынок ценных бумаг США

10.1. Структура рынка

Рынок ценных бумаг США — самый мощный и разветвленный рынок среди национальных рынков западных стран. Он существенно влияет на рынки ценных бумаг других стран и тесно взаимодействует с ними. В настоящее время структурно рынок ценных бумаг США состоит из первичного (внебиржевого), биржевого (фондового бирж) и уличного рынков (рис. 10.1).

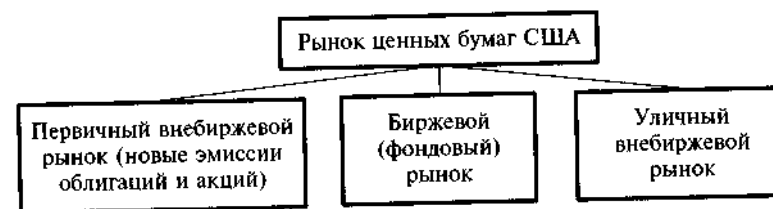


Рис. 10.1. Структура рынка ценных бумаг

Рынок ценных бумаг входит в структуру рынка ссудного капитала США (финансовый рынок), обеспечивающего национальной экономике ресурсы для обновления основного капитала.

Рынок ценных бумаг США достаточно разветвлен и может удовлетворить потребности как эмитента, так и инвестора. В рамках этой структуры соотношение между отдельными рынками изменяется под влиянием экономических, политических и глобальных факторов.

Кроме того, в последнее время конкуренция между ними возросла. Больше всего усилилась конкуренция между уличным рынком и фондовыми биржами, с одной стороны, и между первичным и уличным рынками акций — с другой.

Первичный внебиржевой рынок ценных бумаг. Наиболее значимым рынком по мобилизации капитала в послевоенные годы в США был первичный внебиржевой рынок, куда выпускались большие объемы частных облигаций и акций. Именно этот рынок играл ведущую

роль в финансировании американской экономики через весь рынок ценных бумаг как на микро-, так и макроуровне.

Основные участники первичного рынка: эмитенты — крупные промышленные, транспортные и торговые корпорации, инвесторы — страховые (главным образом компании страхования жизни), инвестиционные компании открытого и закрытого типа и частные пенсионные фонды. Посредниками между эмитентами и инвесторами на этом рынке служат мощные инвестиционные банки, к которым в ряде случаев могут подключаться банкирские дома и крупные брокерские фирмы.

Первичным рынком ценных бумаг в США является облигационный рынок, так как на частные облигации корпораций приходится 70—80% эмиссий всех ценных бумаг (в отдельные годы — 90%), тогда как доля акций составляет от 10 до 30%. Такой баланс на рынке позволяет мобилизовать огромные долгосрочные денежные средства для крупных корпораций в целях обновления основного капитала и реализации новейших технологических процессов на базе последних достижений научно-технической революции.

Покупая облигации в виде облигационных займов, страховые и инвестиционные компании, частные пенсионные фонды предоставляют денежные средства различным нефинансовым корпорациям США на сроки от 20 до 100 лет. Длительность сроков определяется характером деятельности этих небанковских институтов.

Компании страхования жизни и частные пенсионные фонды накапливают огромные денежные фонды в результате разрыва во времени между получением взноса и выплатой страхового либо пенсионного возмещения, у них образуются огромные страховые и пенсионные долгосрочные денежные резервы, которые они инвестируют в частные облигации и акции. Инвестиционные компании продают свои акции по сравнительно низким ценам как юридическим лицам, так и широкой публике, что также позволяет им накапливать большие денежные ресурсы, которые инвестируются на рынке в акции и облигации крупных американских корпораций.

Важная особенность первичного рынка США — ограничение вложений для коммерческих, сберегательных и других банков в новые эмиссии ценных бумаг. Портфель ценных бумаг американских банков складывается из государственных облигаций различных уровней власти (федеральных, штатных, региональных, городских).

Развитость, разветвленность и гибкость функционирования первичного рынка способствовали созданию стабильного посреднического механизма размещения. В США на этом рынке широко применяются пять методов размещения частных облигаций и акций.

1. *Андеррайтинг* (underwriting) — инвестиционные банки (один или несколько) приобретают облигационный заем у корпорации и за-

тем реализуют (продают) инвесторам, получая комиссию за размещение и консультирование.

2. *Прямое размещение* (direct placement) — эмитент размещает свои средства у инвесторов, минуя инвестиционные банки, которые, однако, могут быть консультантом такого размещения и получать комиссию только за консультацию.

3. *Публичное предложение* (public offer) — инвестиционные банки выступают как посредники между эмитентом и инвестором и размещают ценные бумаги, не приобретая их у эмитента, но получая комиссию за размещение и консультирование.

4. *Конкурентные торги* (competitive bidding) — группа инвестиционных банков от имени эмитента проводит торги на основе аукциона и продает ценные бумаги инвестору (инвесторам), предложившему большую цену, получая комиссионные за размещение и консультирование.

5. *Новая технология размещения* (new technology placement) — корпорация-эмитент сама размещает ценные бумаги на рынке, создав специальное финансовое подразделение, которое с помощью современных средств связи предлагает инвестору приобрести ее ценную бумагу. В США такой метод начал развиваться в начале 1990-х годов, но не получил достаточно широкого развития по ряду причин: во-первых, создание специальных подразделений в рамках корпораций ведет к увеличению издержек; во-вторых, корпорация не владеет полной информацией о спросе на рынке; в-третьих, новый метод вызвал широкую волну недовольства инвестиционных банков, потерявших комиссионные; в-четвертых, этот метод нарушал сложившиеся длительные связи между эмитентом (корпорациями) и посредником в лице инвестиционных банков.

В настоящее время приоритет по-прежнему отдается первым четырем методам размещения. Таким образом, в США на первичном рынке сложилась достаточно гибкая система размещения, позволяющая удовлетворить потребности эмитентов и посредников.

Биржевой рынок (фондовая биржа) США. Вложение денег в ценные бумаги — характерная черта современного американского общества. Положение на фондовой бирже привлекает внимание населения, частного сектора, правительства.

Фондовая биржа в США продолжает занимать видное место в структуре американской экономики, особенно в сфере обращения, и служит важным источником поступления денежных средств в промышленность и другие отрасли хозяйства. Биржа отражает также конъюнктурное положение в экономике, частном секторе, отношении населения к тем или иным экономическим или политическим событиям.

В США биржи представляют собой рынок, на котором, с одной стороны, продают свои ценные бумаги (главным образом акции) корпорации и кредитно-финансовые учреждения, нуждающиеся в дополнительных денежных средствах, а с другой — индивидуальные лица, различные организации, стремящиеся выгодно вложить свои личные денежные сбережения. Корпорации, продавая акции на бирже, продают вкладчикам (покупателям) часть или долю своей собственности. Особенность биржи как рынка ценных бумаг состоит в том, что через нее осуществляется переход уже существующей акции от одного владельца к другому. Такие операции, как правило, не приводят к образованию нового капитала, но создают так называемые ликвидные средства, позволяя увеличить количество наличных денег. Без наличия ликвидности вкладчики не стали бы покупать новые выпуски акций.

В США биржа принимает значительное количество вкладчиков косвенным путем, через частные пенсионные фонды корпораций, средства которых вкладываются в ценные бумаги через биржу. По **оценке** американских биржевых экспертов, потенциальными покупателями на бирже являются около 100 млн человек.

На фондовых биржах США осуществляются самые разные сделки. Наиболее распространенная спекулятивная сделка в США — сделка с маржей, в которой участвуют «быки» и «медведи». Рискующий покупатель может покупать акции с частичной оплатой, т.е. совершать маржинальные сделки. Часть покупаемых акций оплачивается брокерской фирмой в кредит. При этом наличными должно быть погашено 50% стоимости, а остальные 50% предоставляются в кредит под залог акций. В этом случае покупатель может получить более высокую прибыль, так как на ту же сумму денег он может купить вдвое больше акций. Но при этом возрастает и риск, поскольку если курс акций понизится, то покупатель потеряет значительные суммы. Более того, если курс купленных с частичной оплатой акций начинает падать, некогда «дружелюбный» брокер может внезапно потребовать возврата займа с уплатой наличными для покрытия потерь в стоимости акций. Если покупатель не в состоянии уплатить наличными, брокер продаст акции с убытком для покупателя. Как правило, сделки с частичной оплатой осуществляются покупателями, которые настроены оптимистично в отношении тенденций развития биржи и располагают достаточными денежными фондами для рискованных операций. «Быки» играют на повышение, «медведи» — на понижение. В любом случае каждая сторона стремится получить прибыль. В том случае если покупатель «бык», то он уверен, что курс акций будет повышаться и тогда он прибегнет к маржинальной сделке. «Медведи» используют так называемую

продажу без покрытия на срок. Механизм такой сделки следующий: вкладчик дает указание брокеру продать на какой-то срок 100 акций. Брокер не покупает, а берет займы 100 акций и продает их покупателю. Затем брокер переводит на хранение сумму, равную денежной стоимости занятых акций кредитору, у которого они были одолжены. Через определенное время вкладчик должен покрыть обязательства по срочной сделке, купив такое же количество акций, которое он взял займы, и возратить их прежнему владельцу. Если он купил 100 акций по более низкой цене (курсу), чем в момент получения займа и продажи, то его прибыль составит разность между прежней и новой ценой (за вычетом комиссионных и налогов). В случае повышения курса акций вкладчик несет убытки.

Поэтому «медведи», как правило, будучи застигнутыми неожиданным повышением курса акций, устраивают панику на бирже. К таким рискованным операциям прибегают крупные индивидуальные инвесторы, владельцы больших состояний, стремящиеся увеличить их за счет биржевых сделок, либо мощные кредитно-финансовые институты.

Другая форма биржевой сделки — опционная сделка, когда приобретаются не сами акции, а право на их покупку по определенному курсу в оговоренный период (этот период, как правило, составляет несколько месяцев). За это право вкладчик уплачивает брокеру комиссионные.

Однако эти формы биржевых сделок играют второстепенную, вспомогательную роль. Не менее принципиально, куда вкладывать деньги: в акции или в другие формы сбережений, на счета в банках и других кредитно-финансовых учреждений. Для принятия решения по вложению сбережений пользуются различной информацией и прогнозами.

В настоящее время успех на фондовой бирже не столь заметен. Получение прибыли, как правило, больше зависит от терпения (так как при слишком частой продаже и покупке акций теряется много денег на комиссионных брокерским фирмам) и размера капиталовложений (для снижения риска вложения распределяются между различными компаниями). В послевоенные годы покупатели разделялись на «фундаменталистов» и «техников». Первые представляли собой весьма осторожных вкладчиков, которые инвестируют свои деньги в корпорации с высокими доходами, превышением активов пассива, значительным запасом наличных денег. Основатель этого направления Б. Грехэм считал целесообразным распределять риск между акциями компаний разных отраслей. По его мнению, «хорошие» (доходные) акции следует долго держать, давая им возможность вырасти в цене, а потом выгодно сбыть. «Техники», которыми в большей части являются биржевые маклеры, абсолютно не интересуются эконо-

номическим положением, финансовым состоянием компаний. Они, как правило, проводят биржевой или финансовый анализ.

Большая часть мелких вкладчиков в США полагается в биржевой игре на инвестиционные компании открытого типа (взаимные фонды), которые вкладывают средства своих клиентов в различные виды ценных бумаг, в том числе в акции, котирующиеся на фондовой бирже. Выбор для вкладчика, в какие ценные бумаги вложить свои сбережения, представляет сложную проблему, особенно если экономическая конъюнктура часто изменяется. На выбор вложений в 1970—1980-х годов влияли такие негативные процессы, как инфляция, энергетический кризис, валютно-финансовые потрясения, дефицит государственного бюджета и огромные масштабы правительственной и частной задолженности и, наконец, процентная политика. В США в середине 1970-х годов средний процент по сберегательным вкладам составлял 5,25, по государственным облигациям — 8,5, а частным — 9. Средний процент обычных акций за последние 50 лет был несколько ниже 9, включая дивиденды и рост стоимости акций, что значительно выше среднего процента с государственных или промышленных облигаций за сравниваемый период. В настоящее время разница между акциями и другими видами вложения денег существенно сократилась. В то время как доходы с других видов вложений возросли, прибыли корпораций, а значит, и доходы с акций заметно снизились под давлением инфляции, падения ликвидности, конкуренции и ряда других факторов. Курсовая стоимость акций здесь неуклонно растет (табл. 10.1).

Таблица 10.1. Динамика курсовой стоимости акций на Нью-Йоркской фондовой бирже

Год	Стоимость акций, млрд долл.
1940	40
1951	94
1961	250
1974	511
1976	684
1983	900
1985	970
1988	1 366
1989	3 030
1995	3 083
2000	3 800
2003	10 050

Каждая биржа выставляет свои требования к приему ценных бумаг, но, как и прежде, эталоном строгости служит Нью-Йоркская. С 1982 г. требования к компаниям-эмитентам ужесточились. Для допуска на биржу необходимо иметь годовой доход не менее 7 млн долл.; рыночная цена акций, находящихся в собственности акционеров, должна составлять не менее 16 млн долл.; стоимость имущества компании не может быть менее 16 млн долл.

Второе место по значению в США занимает Американская фондовая биржа, также действующая в Нью-Йорке. Эта биржа, как и другие региональные биржи, ориентируется на Нью-Йоркскую по основной массе движения стоимости акций. Региональные фондовые биржи осуществляют в основном котировку акций небольших местных частных компаний. Особенность сети американских фондовых бирж заключается в том, что здесь в основном осуществляются операции с ценными бумагами старых выпусков (акциями, частными и государственными облигациями). При этом доля операций с государственными ценными бумагами весьма незначительна. Допуск частных бумаг на биржу возможен при наличии чистой прибыли в размере 1 млн долл., а также при условии согласия Совета управляющих бирж и регистрации в SEC.

На фондовых биржах США для ускорения операций в конце 1990-х годов происходило дальнейшее развитие электронной торговли ценными бумагами. В 1999 г. на Нью-Йоркской фондовой бирже была создана электронная площадка для торговли акциями, прошедшими листинг на бирже на базе электронной книги заявок, поступающих из Интернета. Это открыло доступ к акциям, котируемым на уличном рынке NASDAQ. Кроме того, Нью-Йоркская биржа ориентируется на торговлю акциями иностранных корпораций и компаний, а не только депозитарными расписками.

В 1990-х годах, несмотря на увеличение объема операций, на американских фондовых биржах, особенно на Нью-Йоркской, усилилась конкуренция между ними и уличным рынком, а также некоторыми электронными площадками торговли акциями. В этой конкуренции фондовые биржи все больше проигрывают уличному рынку из-за жесткого листинга, монополизации, высоких издержек по операциям. Это обстоятельство заставило многих эмитентов и инвесторов перебазироваться на более гибкие и дешевые рынки, какими и являются уличный рынок и электронные площадки торговли ценными бумагами.

Уличный внебиржевой рынок. Основанный в конце 1960-х годов для мелких и средних компаний, эмиссия акций которых не принималась на первичном и биржевом рынках, в 1970—1980-х годах УЛИЧНЫЙ рынок стал важнейшим элементом в структуре всего **рын-**

ка ценных бумаг США. Организаторы этого рынка — американские брокерские фирмы и крупные индивидуальные брокеры, действующие на биржевом рынке. Созданная в 1971 г. NASDAQ позволила построить организованный уличный рынок.

Первоначально этот рынок принимал в основном акции мелких и средних компаний, но в 1980—1990-х годах на нем стали размещать свои акции и крупные американские компании. Уличный рынок для них оказался более дешевым, чем первичный и биржевой. Не сумев реализовать свои акции на фондовой бирже, они переносили их на уличный рынок, т.е. действовали через «прилавок», функции которого выполняла биржа.

В этот период в качестве посредников на уличном рынке США начали активные операции по размещению инвестиционные банки, действовавшие совместно с брокерскими фирмами и брокерами в рамках NASDAQ. Основные особенности американского уличного рынка — компьютеризированная коммуникационная система, собирающая и хранящая котировки акций, тесная связь с ведущими фондовыми биржами и различными компаниями, резкое увеличение операций и их приближение к операциям фондовых бирж.

В 1990-е годы на уличный рынок США было эмитировано большое количество акций компаний, занимающихся информационными, компьютерными и телекоммуникационными технологиями, что было обусловлено быстрой реализацией этих акций и меньшими издержками.

Во второй половине 1990-х годов в рамках уличного рынка существенно расширились электронные коммуникационные сети, отличающиеся низкими издержками и ценами за предоставляемые услуги. Инициатива их создания принадлежала крупным инвестиционным компаниям, не удовлетворенным традиционной работой фондовых бирж. Кроме того, они давали возможность торговать в часы, когда биржи закрыты, обеспечивали анонимность котировок и предлагали выбор для инвестирования в **акции** с высоким спросом высокотехнологичных компаний. Развитие электронных коммуникационных систем существенно расширило возможности торговли акциями, обеспечив фрагментарность рынка, т.е. усиление конкуренции, снижение издержек и махинаций на рынке.

В настоящее время в США действуют электронные коммуникационные системы, которые объявляют и автоматически удовлетворяют заявки клиентов, конкурируя с фондовыми биржами и первичным рынком. К началу 2000 г. на них приходилось 30% объема операций с акциями через систему NASDAQ. В 1990-е годы уличный рынок развивался довольно быстро. Общий объем торговли акциями в 1999 г. достиг 10,5 трлн долл., что на 89,6% больше, чем в 1998 г.

Кроме того, по объему операций акциями и темпам роста с 1999 г. уличный рынок опережал Нью-Йоркскую фондовую биржу, объем торговли которой составлял 8,9 трлн долл. Это на 22% больше, чем в 1998 г. Уличный рынок NASDAQ превзошел Нью-Йоркскую фондовую биржу по численности компаний, прошедших листинг. Так, на начало 2000 г. на уличном рынке котировали акции 4829 компаний, в том числе 429 иностранных. В то же время на Нью-Йоркской фондовой бирже осуществляли котировку своих акций 2592 компании, включая 405 иностранных. Развитию уличного рынка способствовал и выход на него высокотехнологичных компаний. В последние годы американский уличный рынок с системой NASDAQ стремится расширить свои операции в Западной Европе и Японии путем создания там своих торговых площадок. Заключив соглашение с Японской интернет-инвестиционной компанией Soft Bank, NASDAQ организовала уличный рынок NASDAQ-Japan на основе интернет-технологий, вызвав заинтересованность около 3100 японских компаний разного уровня. Американский уличный рынок разрешил японским компаниям доступ к акциям более 4 тыс. американских компаний.

Американский уличный рынок все шире использует стратегию глобализма. Так, в Великобритании получил поддержку проект создания торговой площадки NASDAQ-Europe; заключено соглашение с Шанхайской и Гонконгской фондовыми биржами о взаимной торговле акциями. Подписано соглашение с европейской торговой системой EASDAQ об обмене информацией о компаниях, которые прошли листинг в NASDAQ и EASDAQ.

В 1990-х годах уличный рынок США претерпел весьма существенные изменения: начав с переработки акций мелких и средних компаний, он перешел к торговле акциями крупных американских и иностранных высокотехнологичных компаний и по ряду показателей превзошел Нью-Йоркскую фондовую биржу. Американский уличный рынок имеет и еще одну особенность: незначительные колебательные тенденции по сравнению с фондовыми биржами страны, в частности с Нью-Йоркской.

Начавшийся в США с 2001 г. экономический спад привел к некоторому снижению котировок акций в системе NASDAQ. Негативное воздействие на курс акций на уличном рынке оказали события 11 сентября 2001 г. Операции с ценными бумагами не проводились в течение недели, а после открытия рынков 17 сентября курсы акций упали на несколько процентов, затронув в основном авиатранспортные и страховые компании. Курс акций высокотехнологичных компаний снизился незначительно.

По прошествии времени курс акций восстановился, затем возрос, но с некоторыми конъюнктурными колебаниями.

10.2. Ценные бумаги

Акции. Выпуск акций — один из способов мобилизации денежных ресурсов. В США различают простые, или обыкновенные (ordinary, common stocks), и привилегированные акции (preferred stocks). Обыкновенные акции дают право голоса в управлении компании, и по ним выплачивается дивиденд в зависимости от колебания прибыли. Привилегированные акции не имеют права голоса, но они обладают фиксированным доходом (дивидендом). Покупка акций в США означает для их владельца получение определенных прав: права голоса (voting right), права на участие в прибылях компании или корпорации (profit participation right, dividend right), преимущественного права на покупку новых акций (preemptive right), прав при ликвидации корпорации (rights in liquidation or dissolution), прав на инспекцию (rights to inspection).

В США и ряде других стран привилегированные акции подразделяются на следующие виды:

1) *кумулятивные* (cumulative preferred stock or cumulative) — наиболее распространенный вид акций, который предусматривает причитающиеся накопления, но не объявленные дивиденды, которые в США по привилегированным акциям фиксированные. Они выплачиваются до объявления выплат дивидендов по обыкновенным акциям;

2) *некумулятивные* (non-cumulative preferred stock). По этим акциям за какой-то период держатели теряют дивиденды, если совет директоров компании не объявил их выплату;

3) *с долей участия* (participating preferred stock) — позволяют держателям получить дополнительные дивиденды сверх объявленной суммы в том случае, когда дивиденды по обыкновенным акциям превышают объявленную сумму. Практически это означает участие держателей в оставшейся прибыли;

4) *конвертируемые* (convertible preferred stock) — обмениваются на установленное количество обыкновенных акций по оговоренной ставке. Динамика курсов этих акций близка к динамике курсов обыкновенных акций по сравнению с другими привилегированными акциями;

5) *с корректируемой ставкой дивидендов* (adjustable rate preferred stock) — отличаются от акций с фиксированной ставкой дивидендов тем, что дивиденды изменяются ежеквартально в зависимости от колебания процентных ставок по краткосрочным государственным облигациям или финансовым инструментам;

6) *отзывные* (callable preferred stock) — имеют право быть отозванными (right to call) корпорацией, т.е. она может их выкупить по цене с надбавкой к номиналу.

Все виды привилегированных акций могут комбинироваться в зависимости от намерений корпораций. Если выпускается несколько видов привилегированных акций, то они могут подразделяться на акции класса А, несущие больше преимуществ по выплате дивидендов и при погашении в случае ликвидации компании, и класса В, которые таких льгот не имеют.

Корпоративные облигации. В структуре финансовых активов американских корпораций они занимают значительное место. Первичным размещением этих бумаг занимаются инвестиционные банки.

В настоящее время стоимостный объем частных облигаций в США в 1,3 раза превышает показатель стоимостного объема акций (в Германии — в 10 раз). Облигации — основной инструмент корпораций для мобилизации денежных ресурсов на фондовом рынке, поскольку:

- держатели контрольного пакета акций противодействуют увеличению их общего числа;
- в случае застоя биржевой конъюнктуры разместить новый выпуск акций по приемлемому курсу очень трудно;
- выпуск облигаций более дешевый по сравнению с выпуском акций способ финансирования, так как процент по облигациям выплачивается из валовой прибыли (т.е. до налогообложения), а дивиденды по акциям — из чистой.

Облигации в основном выражают привлечение капитала на очень долгий период: это долгосрочные займы, размещаемые на рынке ценных бумаг (финансовом рынке). В последнее время корпорации США широко практикуют выпуск долгосрочных облигаций следующих видов на срок от 5 и более лет: промышленные (industrial), **дебенчурные** (debentures), ипотечные (mortgage), экологические (pollution control revenue bonds), гарантированно конвертируемые.

Один вид облигации отличается от другого либо доходностью, либо сроком, либо целевым назначением. Так, *промышленные облигации* обычно выпускаются промышленной корпорацией и могут быть обеспеченными или не обеспеченными в зависимости от выставленных условий выпуска. Кроме того, они различаются по срокам и отдельным видам отраслей. **Дебенчурные облигации** обычно эмитируются на довольно длительный срок и являются не обеспеченными. *Ипотечные облигации* обеспечены залогом на недвижимость (здания, сооружения, оборудование и т.д.). Они могут выпускаться не только промышленными компаниями, но и компаниями, действующими в других отраслях экономики. *Экологические облигации* стали выпускать в последние десятилетия для финансирования мероприятий по охране окружающей среды. *Гарантированно конвертируемые облигации*, как правило, имеют определенное обеспечение и могут быть превращены в другие фондовые ценности. Каждый вид

облигаций имеет свое целевое содержание, что позволяет и компании, которая их выпускает, и покупателю на рынке ценных бумаг делать выбор исходя из собственных интересов.

Облигации выпускаются корпорациями США в среднем на срок от 10 до 30 лет; их доходность дифференцирована по уровням процента и существенно зависит от спроса и предложения. Однако процент по указанным облигациям остается довольно высоким на протяжении долгого времени и колеблется в пределах **8—12%**. Существуют и другие виды облигаций, с более коротким сроком, их доходность несколько ниже или такая же. Это так называемые *сезонные облигации* (corporate seasoned), выпускаемые компаниями на срок от 1 года до 10 лет. Они более свободны в размещении на рынке, так как выпускаются на более короткие сроки, что позволяет не только сравнительно быстро получить доход покупателю и денежные средства для корпораций, но и обезопасить обе стороны от инфляционных и других негативных экономических потрясений. Помимо того, в США выделяются облигации типа Aa (debentures) и группы гарантированных конвертируемых облигаций с более низкой доходностью. Их выпускают многие американские корпорации. Портфель таких облигаций весьма неоднороден и может существенно различаться по корпорациям.

Портфель выпускаемых облигаций различных видов составляет основу так называемой структуры капитала корпораций и отражается в статье долгосрочной задолженности текущих обязательств их консолидированного **баланса**¹. Различие в выборе выпускаемых облигаций может быть обусловлено отраслевой спецификой, связями корпораций с рынком ценных бумаг и кредитной системой, деловым престижем, финансовым положением. Основным фактором может быть отраслевая специфика, определяемая сроками производства и характером технологии. Выпуск облигационных займов позволяет корпорациям не только осуществлять крупные инвестиции в оборудование и строительство, но и последовательно планировать свою производственную деятельность исходя из сроков выпуска облигационных займов.

Вид облигаций, их сроки и доходность в значительной степени определяются отраслевым подходом. Компании, действующие в обрабатывающей и добывающей промышленности, дифференцируют сроки выпуска на рынок облигаций. Опыт показал, что горнодобывающие отрасли, нефтеперерабатывающая, строительство газопроводов требуют не только больших вложений, чем обрабатывающие

¹ *Statistical* / Abstracts of the US. 1996. P. 525; *International Herald Tribune*. 2001. 20 august.

отрасли, но и больших сроков. Это связано исключительно со спецификой производства в данных отраслях. В то же время обрабатывающие отрасли также имеют свои производственно-хозяйственные особенности, влияющие на срок выпускаемых облигационных займов. Наиболее распространенный срок облигаций корпораций обрабатывающей промышленности — от 10 до 20 лет, тогда как для добывающих и коммунальных компаний — до 30 лет и более.

К 1990-м годам ежегодные объемы выпуска облигаций в США имели устойчивый уровень с небольшими колебаниями в пределах **300—400 млрд долл.**¹ При этом довольно четко различалась отраслевая структура облигационных займов корпораций (табл. 10.2). С 2000 по 2003 г. объемы выпуска колебались от 900 млн до 1600 млн **долл.**²

Таблица 10.2. Отраслевая структура рынка облигаций частных корпораций США³

Отрасль	Доля в облигационных займах, %
Обрабатывающая	26,0
Торговля и прочие	10,0
Транспорт	7,0
Коммунальные услуги	20,0
Связь	10,0
Недвижимость, финансовый сектор	27,0
Всего	100,0

Наибольшая доля облигационных займов приходится на обрабатывающую промышленность, коммунальные компании, недвижимость и кредитно-финансовые институты (финансовый сектор) — 73% выпуска облигационных займов. Такое соотношение сохраняется на протяжении всех послевоенных лет до настоящего времени. Выделение этих отраслей путем большей квоты обусловлено трудоемкостью и **наукоемкостью** производственных процессов, более частым обновлением основного капитала вследствие внутренней и внешней конкуренции, высокими затратами на первоначальном этапе становления новых производств и технологий, что типично для обрабатывающей промышленности, особенно машино- и автомобилестроения, электроники.

¹ *Federal Reserve Bulletin*, 1990. P. A-34.

² *Statistical Abstracts of US*, 2004—2005. P. 751.

³ *Federal Reserve Bulletin*, 1990. P. A-34.

В коммунальных компаниях велики затраты на обслуживание и обновление энергетических и газовых сетей, а также другой инфраструктуры. В сфере недвижимости, как правило, концентрируется деятельность строительных компаний — подрядчиков, осуществляющих производственное, жилищное и инфраструктурное строительство. Финансовый сектор олицетворяет не все виды кредитно-финансовых институтов, а только инвестиционные и финансовые компании. Далее за этими отраслями следуют связь, торговля и транспорт. В первом случае речь идет о телефонных и коммуникационных компаниях, во втором — о торговых компаниях, в третьем — о всех видах частного транспорта. Меньший объем в использовании облигационных займов часто вызван либо большим объемом прибыли, либо более широким привлечением непосредственно кредитных ресурсов.

Поскольку облигационные займы долгосрочны (от 10 лет и более), возникает вопрос: какие учреждения приобретают такие облигации? Бесспорно, ими должны быть покупатели, обладающие крупными свободными и долгосрочными денежными средствами. В США это страховые компании (в основном компании страхования жизни и от несчастных случаев) и пенсионные фонды, располагающие длительными денежными резервами из-за разрыва во времени между оплатой страховой премии и возмещением.

Есть одна особенность, характерная только для американских компаний страхования жизни, которые финансируют крупнейшие промышленные, торговые и транспортные корпорации. В США долгое время практикуется заключение долгосрочных облигационных соглашений между крупнейшими компаниями страхования жизни и торгово-промышленными корпорациями. По такому соглашению обе стороны определяют общую сумму кредита, который корпорация получает от страховой **компании** в течение длительного периода (иногда до 100 лет). Эта практика получила название *кредитной линии* (credit line).

В США развита система посредничества при размещении облигаций между корпорациями и покупателем. Обычно главными посредниками при реализации облигаций служат инвестиционные банки.

На первом этапе синдикат, состоящий, как правило, из нескольких кредитно-финансовых институтов, приобретает весь пакет выпущенных ценных бумаг по заранее установленному курсу, а затем распределяет их между своими членами. Для второго этапа создается гарантийный синдикат, который размещает облигации компаний, а сам приобретает лишь неразмещенный их остаток. В первом случае практически любой член синдиката отвечает за всех других участников, а во втором — нет.

Вопросам качества и надежности облигаций корпораций уделяется довольно большое внимание в связи с тем, что от этого зависит динамика их продажи на рынке ценных бумаг, что в свою очередь позволяет создать различные приемлемые условия для покупателей облигаций, т.е. дифференцированные условия для финансирования корпораций через облигации. В США разработана следующая система оценки облигаций корпораций (табл. 10.3).

Таблица 10.3. Оценка качества облигаций корпораций

Максимальное	Высшее	Среднее (наилучшее)	Среднее	Наихудшее	Спекулятивное	Низкое качество
Aaa/AAA	Aa/AA	A/A	Baa/BBB	Ba/BB	B/B	Ca/CCC

Облигации каждого вида имеют твердую, определенную качественную характеристику:

Aaa/AAA — облигация максимального качества; оценка определяется ставкой ссудного процента;

Aa/AA — облигация высшего качества по более низкой цене, определяемой ставкой ссудного процента;

A/A — наилучшая облигация среднего качества; цена зависит от спроса и предложения на рынке;

Baa/BBB — облигация среднего качества; цена определяется спросом и предложением. Как правило, облигации до этого уровня считаются безопасными;

Ba/BB — облигация среднего класса с наихудшим потенциалом для инвестора, поскольку несет в себе низкий показатель доходности, возможны перерывы в выплате процента, имеет черты спекулятивности;

B/B — облигация, имеющая черты нежелательных инвестиций, носит спекулятивный характер, и в условиях ухудшения экономической конъюнктуры процент по ней не выплачивается;

Ca/CCC — облигация низкого качества, процент по ней не выплачивается.

Более упорядоченную и концентрированную оценку качества облигаций дает Wall Street Journal. Он делит все корпоративные облигации на группы по трем индексам: **AAA—AA/Aaa** — облигации высшего качества; **A—BBB/Baa** — облигации среднего качества; **BB—Ba—C** — высокодоходные, но рискованные облигации. Более высокое качество облигации означает более низкий процент выплаты. Существуют также гарантии выплаты процента в зависимости от рейтинга облигации.

Как правило, при определении качества облигаций, кроме принятого их официального рейтинга, кредитно-финансовые институты дают свою оценку на основе комплексного анализа, включающего нематериальные активы компании, уровень управленческого персонала, прогноз развития той или иной отрасли, перспективы диверсификации компании, размеры долгов и способы их погашения, оценку выпускаемых облигаций, их конвертируемость, степень доступности самих кредитно-финансовых институтов.

Другая особенность корпоративных облигаций — их большая устойчивость по сравнению с другими ценными бумагами. Курс облигаций, как правило, не снижается при ухудшении конъюнктуры, а становится даже более привлекательным для инвесторов по сравнению с акциями и государственными ценными бумагами. Существует разница в процентах (определенный предел, который дифференцирован по странам) между доходностью государственных облигаций и облигаций корпораций, что отражает риск неплатежеспособности, на который согласен покупатель облигации. Если эта разница падает, то инвестор избегает вложения средств в высокодоходные облигации и инвестирует их в государственные бумаги, что означает предпочтение финансирования дефицита государственного бюджета, а не текущей деятельности корпорации. Это, как правило, приводит к падению курсовых цен на них и роста ставок.

Еще одна особенность облигаций — их надежность. Облигации подразделяются на бумаги, достойные инвестирования, поскольку выпускаются надежными заемщиками с хорошей твердой репутацией (облигации высшего и среднего качества), и макулатурные (спекулятивные) — не **только** с высокой степенью риска, но и с высоким доходом. В США это облигации с индексами Ba/BB, B/B, Caa/CCC, C.

В зависимости от реального обеспечения частного облигационного займа различают *необеспеченные* (debentures) и *обеспеченные* (secured) облигации; к последним относятся облигации, обеспеченные недвижимостью (mortgage bonds), оборудованием (equipment trust certificates) или ценными бумагами других компаний (collateral trust bonds).

Рынку США присуще огромное разнообразие выпускаемых облигаций.

В целях страхования от инфляционного риска в 1974 г. впервые были выпущены индексированные облигации. Нестабильность валютных курсов привела к возникновению **«двухвалютных»** облигаций (при подписке рыночная стоимость облигаций выражается в одной валюте, а погашение проводится в другой). Широкое распространение получили конвертируемые (convertible) облигации, гарантирующие их владельцу право обмена облигаций на акции той же ком-

пании. Для расширения круга инвесторов в 1980-е годы стали выпускать мелкономинальные облигации для мелких инвесторов.

С появлением новых типов облигаций — бескупонных (zero coupon bonds) и бросовых (junk bonds) — облигационный рынок в США стал меняться. Инвестирование в облигации стало утрачивать свою надежность. Регулярный процент по бескупонным облигациям сейчас не выплачивается, что увеличивает риск. Однако по мере приближения срока погашения бескупонных облигаций происходит скрытое начисление процента. Большой риск компенсируется большей доходностью. Это справедливо для инвестирования в бросовые облигации, имеющие самый низкий инвестиционный рейтинг.

Важнейшая особенность облигационного рынка США — его преимущественно внебиржевой характер, т.е. оборот на первичном рынке, где концентрируется почти 100% продажи корпоративных облигаций.

Хотя американский облигационный рынок — самый объемный в мире и по суммам заимствования, и по продолжительности предоставления капитала в ссуду, его участие в международных операциях в целом незначительно. В течение многих лет эмиссия иностранных облигаций составляла несколько более 8,5% эмиссии национальных корпоративных облигаций. Долгое время большая часть **заемщиков** на рынке **«янкибондз»** — такое название получил иностранный облигационный рынок США — была представлена государствами и государственными организациями (за исключением Канады, заемщиками из которой становились и частные корпорации). Весьма частые и довольно крупные заемщики на этом рынке — Мировой банк, Межамериканский банк развития, Азиатский банк развития и др. Общая сумма капитала, которую кредиторы разместили через рынок «янкибондз», возросла с 1 млрд долл. в 1973 г. до 10,6 млрд в 1976 г., затем к 1980 г. упала и в течение 1980—**1990-х** годов находилась на уровне в **4,5—10** млрд долл. эмиссии в год.

Рынок иностранных облигаций в США привлекателен для международных заемщиков в первую очередь крупными размерами займов: в среднем 100 млн долл., наиболее крупные достигают 300 млн и выше, а также значительной продолжительностью. Самые продолжительные займы предоставлялись на срок до 30 лет, что намного больше, нежели в Западной Европе. Издержки эмиссий составляют около 1%, т.е. примерно половину издержек на долларовом рынке еврооблигаций. Ставка процента по иностранным облигациям обычно несколько выше, чем для первоклассных отечественных заемщиков, но малоизвестный заемщик платит по высокой ставке, существенно превышающей ставку отечественного первоклассно-

го заемщика, которая во второй половине 1980-х годов колебалась в пределах **9—9,7%**, а в 1990-х годах — **7—9%**.

Государственные ценные бумаги. Государственные бумаги способствуют успешному фискальному и монетарному регулированию экономики США. Весь дефицит государственного бюджета покрывается только за счет выпуска правительственных долговых обязательств, а операции Федеральной резервной системы (ФРС) на открытом рынке, внедренные с конца 1930-х годов, позволяют постоянно корректировать размеры денежной базы. При фиксированном уровне обязательных резервных требований с их помощью возможно изменение денежной базы и, следовательно, регулирование процесса денежного обращения. При продаже ФРС казначейских обязательств, а также при погашении частными банками своей задолженности перед резервными начинается процесс мультипликативного сжатия денежной массы, а при покупке — расширения.

В США в послевоенные годы произошли качественные изменения в структуре государственного долга. Для привлечения средств различных промышленных, кредитно-финансовых учреждений и индивидуальных лиц используются государственные ценные бумаги нескольких видов: рыночные, нерыночные, специальные выпуски.

Рыночные ценные бумаги, на долю которых приходится 2/3 всего долга и которые свободно продаются и покупаются, представлены казначейскими векселями, нотами и бонами. *Векселя* — обязательства на 3, 6 и 12 месяцев — не содержат процентных купонов и реализуются со скидкой с номинала, а выкупаются по полной нарицательной стоимости. Они размещаются среди кредитно-финансовых институтов и торгово-промышленных корпораций, а также используются как вторичный резерв ликвидных средств. Это обеспечивает ссудным капиталистам присвоение процентных доходов, так как бессрочные вклады не приносят дополнительных доходов. *Ноты* — среднесрочные облигации сроком от 1 года до 5 лет, которые могут использоваться для последующей уплаты налогов. Процент по ним выплачивается раз в полугодие. Использование нот, как и сертификатов задолженности, позволяет корпорациям добиваться больших доходов на средства, предназначенные для внесения налогов вплоть до наступления срока платежа. *Боны* — долгосрочные облигации на период от 5 до 25 лет, процент по которым выплачивается дважды в год.

Трудности размещения государственных ценных бумаг обусловили выпуск нерыночных бумаг, состоящих из сберегательных бон и налоговых сберегательных нот. Последние могут быть предъявлены к оплате в любой момент по желанию вкладчика. Однако по действующим условиям при досрочном предъявлении проценты резко снижаются. Главная цель выпуска нерыночных бумаг — широкое привлечение денежных сбережений населения.

Производные ценные бумаги и финансовые инструменты. Как правило, они носят вторичный, производный, характер в отношении действующих на рынке акций и облигаций. Это прежде всего конвертируемые облигации и акции, варранты, фьючерсы, опционы. Операции с этими ценными бумагами проводятся в США как на первичном, так и на вторичном (биржевом) и уличном рынках ценных бумаг. Однако большая их часть проходит через фондовые биржи.

Конвертируемые облигации. Это производные ценные бумага с тремя вариантами конвертируемости: могут быть обменены на акции; могут быть обменены за дополнительную плату; держатель не может продать право на приобретение акции по определенной цене отдельно от облигации.

Финансовые фьючерсы. Стандартный срочный контракт, который заключается между эмитентом (продавцом) и инвестором (покупателем) в целях продажи в будущем ценных бумаг и финансовых инструментов по фиксированной цене. Сделка основана на разнице между фиксированной ценой и ценой на дату исполнения сделки. Фьючерсные контракты могут многократно перепродаваться. Широкое распространение получили фьючерсные контракты на индексы биржевых курсов, когда обе стороны устанавливают договоренность о переводе определенной суммы в соответствии с уровнем зарегистрированного индекса на момент истечения срока контракта.

Фьючерсными сделками активно пользуются корпорации, банки, а также другие кредитно-финансовые учреждения для регулирования своих активов и пассивов в целях поддержания прибыльности под давлением рыночной конъюнктуры, а также специализации.

Опционы. Это срочные контракты, которые получает покупатель с опциона с условием продажи права на проведение той или иной сделки. Опционы, как правило, заключаются на акции, индексы их курсов, фьючерсы на процентные ставки, что включает в себя ценные бумаги с фиксированным доходом или срочные депозиты. Существует много разновидностей как фьючерсных, так и опционных контрактов; встречаются и комбинации сделок этих двух видов.

Варранты. Эта ценная бумага дает держателю право на покупку реальных ценных бумаг. Зачастую варранты выпускаются вместе с облигациями в целях привлечения к ним как индивидуальных, так и коллективных инвесторов. Варранты — производные от реальных акций и облигаций; этот механизм рынка ценных бумаг в большей степени служит перераспределению действующих капиталов, а не их мобилизации для массированного финансирования экономики.

В послевоенные годы рынок традиционных ценных бумаг в США существенно расширился за счет финансовых инструментов и **секьюритизации** долгов корпораций, государства и самих кредитно-финан-

совых учреждений. К традиционным видам частных и государственных ценных бумаг добавились так называемые квазиценные бумаги, которые носят вторичный, производный характер по отношению к акциям и облигациям. Особенность этого вида ценных бумаг, в частности финансовых инструментов, в том, что они представляют собой кредитные орудия обращения и не олицетворяют какого-либо типа собственности. Однако их выход на рынок ценных бумаг, продажа и перепродажа означают получение и мобилизацию определенных сумм денежных средств, которые могут быть использованы для дальнейшего помещения в реальные инвестиции.

Среди таких финансовых инструментов в США широко распространены сберегательные, депозитные, инвестиционные сертификаты, векселя, бонды, ренты.

Наибольшее развитие в последнее время получил **сберегательный сертификат** — письменное свидетельство коммерческого или сберегательного банка о депонировании определенной суммы денежных средств, которое удостоверяет право вкладчика на получение по истечении установленного срока депозита и процентов по нему. Банк выдает сберегательный сертификат под определенный процент, или на определенный срок, или до востребования. Сберегательные сертификаты бывают именными и на предъявителя. Держателю сертификата, требующему возврата депонируемых средств по срочному сертификату ранее установленного срока, выплачивается пониженный процент, уровень которого определяется на договорной основе при вносе депозита. Сертификаты приобретаются как юридическими, так и физическими лицами. Однако в силу их высокой стоимости сертификаты приобретают в основном юридические лица.

Депозитные сертификаты являются свидетельством, удостоверяющим внесение срочного депозита в кредитное учреждение. Они выпускаются крупными коммерческими банками, имеют **купонную** систему выплаты процентов, покупаются нефинансовыми корпорациями как средство для размещения временно свободных средств.

Депозитные сертификаты, как правило, реализуются с помощью передаточных надписей; они выпускаются достоинством в 100 тыс. долл. и выше. Эти крупные сберегательные сертификаты также реализуются на рынке ценных бумаг либо через фондовую биржу, либо вне ее. Большой объем сертификатов в США реализуется на внебиржевом рынке, так как правила многих фондовых бирж не допускают их котирования у себя. Движение сертификатов на рынке ценных бумаг обусловлено спекулятивными интересами и стремлением получить дополнительные денежные средства для вложения в реальные ценные бумаги (акции и облигации).

Определенный интерес представляет **инвестиционный сертификат** — накопление на счетах в банках для целевого инвестирования либо непосредственно в предприятие или компанию, либо через реальные ценные бумаги (акции и облигации). В целом финансовые инструменты в большей степени представляют собой конъюнктурный и спекулятивный механизм, способствующий дроблению и перераспределению денежных и фиктивных капиталов на рынках ссудного капитала.

Другой распространенный финансовый инструмент продажи и перепродажи — **вексель**, который бывает двух видов: коммерческий и банковский. **Коммерческий вексель** обеспечен товарным покрытием и учитывается коммерческими банками. **Банковский вексель** — дружеский (бронзовый), не имеющий товарного покрытия, и финансовый вексель, покупаемый банками. Эти векселя стали широко использоваться на рынке ценных бумаг для продажи и перепродажи и таким образом получили статус финансовых инструментов, создавая возможность для накопления и мобилизации денежного капитала. В литературе эти финансовые инструменты трактуются как ценные бумаги наравне с акциями и облигациями, что ошибочно, поскольку вексель и сберегательный сертификат, т.е. крупный вклад, всего лишь кредитное орудие обращения, как чек и банкнота. Из-за усиления рыночного механизма указанные кредитные орудия обращения, базирующиеся на выпуске кредитных денег, **секьюритизировались** в силу большого спроса на деньги и получили статус финансовых инструментов.

Особенность современного рынка ценных бумаг США — постоянное появление на нем новых финансовых инструментов, например **секьюритизация** долгов различных компаний и государства, т.е. продажа долгов. Появление этого инструмента связано прежде всего с наличием больших долгов в корпоративном (или частном) и государственном секторах, которые, как правило, переплетаются с различными компаниями и кредитно-финансовыми институтами, а также с населением. Цель продажи долгов — стремление получить дополнительные крупные денежные средства. Процесс секьюритизации долгов, возникших на базе потребительского кредита, начался в США с середины 1980-х годов. Под эти долги выпускались ценные бумаги облигационного характера, получившие название **бумаг обратных активов**. С 1985 по 1991 г. стоимость их выросла до 50 млрд долл.¹

Роль институциональных инвесторов на фондовом рынке США существенно возросла вследствие расширения операций с производными финансовыми инструментами. Доля институциональных ин-

¹ *Economist*. 1982. August 27 — September 4th. P. 67.

весторов в торговле деривативами составляет **60—65%**, а отдельные операции (например, индексные фьючерсы) ориентированы исключительно на страхование крупных портфелей. Торговля производными финансовыми инструментами началась в США в середине 1970-х годов. Сейчас объем срочного рынка достиг огромных размеров. Годовая стоимость контрактов по ним в 2 раза превышает **ВНП**. В связи с этим в США уже выделилась особая отрасль финансовой индустрии — Managed Futures, т.е. профессиональное управление инвестициями и деривативами.

По составу объектов торгов товарные фьючерсные биржи США стали универсальными учреждениями. Сохраняя первоначальную товарную специализацию (сельскохозяйственную, нефтяную), они имеют секции валютных фьючерсов (драгоценные металлы и иностранная валюта), финансовых фьючерсов (процентные и индексные контракты), опционов. Сделки с финансовыми контрактами значительно преобладают над срочной товарной торговлей, и разграничение товарных и фондовых бирж постепенно стирается.

В **1970—1990-е** годы объективные изменения в кредитно-финансовой сфере **способствовали** возрастанию неустойчивости биржевой конъюнктуры. Переход к плавающим валютным курсам увеличил вероятность валютных рисков, непоследовательность ФРС в политике регулирования процентных ставок потребовала страхования тех рисков, которые связаны с колебанием краткосрочных процентных ставок. На рынке ценных бумаг появились новые стратегии хеджирования, поэтому операции с производными и финансовыми инструментами стали широкомасштабными.

Деривативы способствовали адаптации фондового рынка США к изменившимся условиям функционирования и стали самым быстрорастущим и динамичным сегментом фондового рынка.

Поскольку акции крупнейших транснациональных корпораций котируются на фондовых рынках всего мира, торговля ценными бумагами приобрела международный характер.

Для ликвидации несоответствия часовых поясов многие биржи уже перешли на 24-часовую котировку. Продолжается унификация правил торговли и ликвидации барьеров на подступах к национальным рынкам. Торговля производными инструментами интернациональна по своей природе: фьючерсами на американские долговые инструменты торгуют и в Лондоне, и в Сиднее. США уже не являются абсолютным монополистом рынка деривативов: удельный вес США в стоимостном объеме рынка производных ценных бумаг уменьшился с 84% в 1986 г. до 55 в 1994 г. К концу 1996 г. объем деривативов превысил 100 трлн долл. Это в 8 раз больше, чем в 1992 г. Поскольку высокая скорость обращения деривативов ничем не ограничена, **их** годовой мировой оборот превышает сегодня

1000 трлн долл. По данным **Шиллеровского** института (ФРГ), мировые **деривативы** распределяются следующим образом, трлн долл. США: США — 22,4; Япония — **11,5**; Франция — 9,4; Британия — 7,4; Швейцария — 6,3; Германия — 4,3; Канада — 3,1; Нидерланды — 1,6; Швеция 1,3; Бельгия — 0,7; Италия — 0,5.

К производным бумагам относятся также краткосрочные коммерческие бумаги (commercial paper), размещением которых занимаются инвестиционные банки. Доступ на этот рынок имеют лишь крупные компании, тесно связанные с такими банками.

10.3. Основные тенденции развития рынка ценных бумаг

Несмотря на тенденцию к росту самофинансирования корпоративного сектора и заимствования им средств у банковского сектора, реализация различных ценных бумаг и производных инструментов в 1990-х годах продолжала расти.

Накопление денежного капитала через эмиссию акций и частично облигаций у населения США показывало устойчивую тенденцию к росту.

В США на 1990-е **годы** пришелся длительный период роста ВВП и промышленного производства, что способствовало повышению курса акций, а также фиксированного дохода по корпоративным и государственным облигациям.

Расширение рынка акций и облигаций осуществлялось в основном за счет развития отраслей промышленности, отражающих последние достижения научно-технической революции: в сфере информации, компьютерных программ, телекоммуникаций и биотехнологий. Именно они наиболее бурно развивались и осуществляли довольно крупную эмиссию своих ценных бумаг на различных рынках страны. Особенно это проявилось на уличном рынке NASDAQ.

Высокий курс акций этих компаний на протяжении продолжительного времени способствовал привлечению к ним широких слоев американского населения. Это способствовало появлению союза этих компаний и инвесторов в условиях экономического роста: выпуск акций способствовал спросу, а последний вызывал необходимость дальнейшей эмиссии.

Вследствие процессов интернационализации, допуска иностранных ценных бумаг, своей масштабности по объему и капитализации американский рынок стал определяющим в поведении рынков **других промышленно** развитых стран, прежде всего Японии и Западной Европы. Крупные потрясения на Нью-Йоркской фондовой бирже

в 1979, 1987, а также **1999—2000** гг. оказали существенное влияние на фондовые рынки других стран. В свою очередь рынок ценных бумаг США подвергался воздействию негативных тенденций на рынках других стран. Особенно сильное влияние на американский рынок оказал Азиатский финансовый кризис 1997 г., который длился до конца 1999 г.

Падение курсов валют и акций на рынках стран Юго-Восточной Азии, особенно в Японии, Гонконге, Южной Корее, привело к биржевым потрясениям на Нью-Йоркской фондовой бирже, что выразилось в падении курса акций многих американских корпораций и компаний. Понижительные тенденции по группе компаний продолжались до конца 1998 г. Общую негативную тенденцию на американских биржах удалось предотвратить путем временного закрытия бирж, покупки компаниями собственных акций, наличия на биржах акций высокотехнологичных компаний (NBM, Hewlett Packard, Microsoft, Texas Instruments) и ряда других мер.

Выходу из биржевых потрясений **1997—1998** гг. способствовали рост ВВП до 4%, устойчивый приток капитала, рост производительности труда в **промышленности**, резкое снижение дефицита федерального бюджета.

Однако неустойчивость на рынке ценных бумаг не была полностью устранена. В **1999—2000** гг. Нью-Йоркская фондовая биржа начала совершать резкие скачки: курс акций то снижался, то повышался. Это была определенная реакция американского рынка на последствия Азиатского финансового кризиса для мировой экономики, а также на перегрев самой экономики США и вероятное снижение темпов ее роста в конце 2000 г. Кроме того, у инвесторов начал исчезать оптимизм, связанный с акциями высокотехнологичных компаний, и их начали постепенно сбрасывать как на бирже, так и на уличном рынке.

Большое негативное **воздействие** на рынок ценных бумаг оказали события сентября 2001 г. Помимо политического, морального, психологического воздействия они оказали и экономическое влияние непосредственно на рынок ценных бумаг. Последствия измеряются следующим ущербом: разрушение Всемирного торгового центра оценивается в 40 млрд, убытки страховых компаний — 100 млрд, потери от закрытия Нью-Йоркской фондовой биржи на неделю — 400 млрд долл. Падение курса акций после закрытия 17 сентября 2001 г. составило в среднем **5—6%**.

Однако в этой ситуации выиграли пищевые, фармацевтические, нефтяные компании. События сентября 2001 г. оказали негативное воздействие на **дальнейшее** развитие рынка ценных бумаг, прежде всего биржевого. Боязнь населения летать на самолетах постави-

ла в тяжелое финансовое положение авиатранспортные компании, что привело к увольнениям, падению престижа компаний и, как следствие, к значительному снижению курса их акций. Частичное финансовое воздействие испытывали страховые компании, которые должны были возместить многомиллиардные убытки населению и юридическим лицам, пострадавшим от террористических актов.

Эти события произошли в условиях экономического спада, что еще больше усугубило положение на американском рынке ценных бумаг в ближайшей перспективе, тем более что 16 октября 2001 г. многие крупные американские компании объявили о сокращении 650 тыс. рабочих мест на своих предприятиях в результате резкого снижения потребительского спроса. Все это способствовало снижению курсов ценных бумаг на довольно долгое время. С течением времени положение на рынке ценных бумаг выправилось.

Ипотечный банковский кризис в США конца 2007 и начала 2008 г. затронул не только банковский сектор западных стран, но и так же и их рынки ценных бумаг. Так, в начале 2008 г. происходило падение курсов акций на фондовых биржах США и Западной Европы. Падение курсов составило несколько процентов, Относительное восстановление произошло лишь в марте 2008 г.¹

¹ *Business Week*. 2007. September 17.

Глава 11

Рынок ценных бумаг Японии

11.1. Структура рынка

В настоящее время Япония обладает одним из самых мощных в мире и динамично развивающихся рынков ценных бумаг. Доля стоимостного оборота ее фондового рынка, занимая 2-е место в мире, составляет 13% совокупного оборота ценных бумаг. В США этот показатель равен 48, в Англии — 6%. Доля страны в мировом совокупном объеме задолженности по долговым бумагам составляет **18%** (США — 45,2, Англии — 4,4%). На долговые бумаги приходится примерно 74% совокупного стоимостного оборота страны, а на акции — 26%.

Динамика изменения доли японского рынка акций в совокупной мировой капитализации (т.е. совокупной курсовой стоимости всех выпущенных акций компаний, имеющих регулярную котировку) в сопоставлении с другими развитыми странами представлена в табл. 11.1.

Таблица 11.1. Доля капитализации рынка акций Японии, %¹

Страна	1980	1985	1990	1995	2000	2001
Япония	14	21	31	21	12	8
США	53	50	32	38	47	50
Великобритания	7,5	7,0	9,0	8,0	8,0	7,7

В структуре рынка ценных бумаг Японии, как и других промышленно развитых стран, выделяются первичный и вторичный рынки, а также рынки по видам фондовых инструментов и операций, в частности государственных, частных ценных бумаг и др.

Первичное размещение государственных и частных долговых инструментов осуществляется в форме аукциона и (или) путем под-

писки участников консорциума андеррайтеров. Первичную продажу облигаций государственных займов проводит также система почтово-сберегательных касс страны. Муниципальные облигации размещаются путем открытой или закрытой подписки.

Вторичный оборот государственных ценных бумаг развит довольно слабо. Долгосрочные и сверхдолгосрочные облигации котируются на Токийской фондовой бирже, однако можно говорить, что вторичный рынок государственных долговых инструментов страны в основном внебиржевой.

В обороте Токийской фондовой биржи преобладают акции. Основу оборота составляют кассовые сделки, а главным методом торговли до 1998 г. был открытый двойной аукцион (торговля «с **голоса**»); при этом использовались и системы автоматизированного совершения сделок. В настоящее время биржа полностью перешла на компьютерные системы CORES и FORES. Помимо основного на Токийской фондовой бирже существуют альтернативные рынки.

Торговля производными фондовыми инструментами (деривативами) — фьючерсными и опционными контрактами — в Японии незначительна. Токийская фондовая биржа осуществляет торговлю фьючерсами на долгосрочные облигации, опционами на фьючерсы, а также на индекс TOPIX. Торговлю трехмесячными процентными фьючерсами на основе токийской межбанковской ставки TIBOR проводит Токийская международная биржа финансовых фьючерсов, а Осакая фондовая биржа — операции с опционными контрактами на основе акций и индекса Nillei.

В последнее время в Японии развиваются форвардные сделки с частными облигациями. В стране функционирует рынок депозитных сертификатов. Существует также внебиржевая система торговли акциями молодых эмитентов — JASDAQ, аналогичная американской NASDAQ. Объемы ее операций невелики. Котировку ценных бумаг в стране осуществляют около 2,4 тыс. **листинговых** компаний (в США — 9 тыс., в Англии — 2 тыс.).

11.2. Виды и особенности обращения ценных бумаг

Государственные облигации. После Второй мировой войны выпуск государственных облигаций начал осуществляться лишь с 1965 г. Первым был выпущен незначительный по объему целевой Строительный заем, предназначенный для финансирования строительства дорог, мостов и т.д. Размещением этих облигаций занимался синдикат подписчиков, в состав которого входили банки, компании по операциям с ценными бумагами, страховые компании и другие инсти-

¹ Рубцов **Б.Б.** Мировые рынки ценных бумаг. М.: Экзамен, 2002. С. 23.

туты. Доходность, ликвидность и привлекательность этих бумаг были невысокими, а банкам в то время была запрещена перепродажа облигаций государственных займов.

В 1975 г. правительству Японии было разрешено выпускать облигации и для финансирования дефицита государственного бюджета. Объем эмиссии этих ценных бумаг непрерывно и быстро возрастал. К 1977 г. рынок государственных облигаций занял доминирующее положение на рынке ценных бумаг Японии (до 95% операций). С 1985 г. стал функционировать рынок форвардных сделок с государственными облигациями.

Успешное решение проблемы дефицита государственного бюджета к 1987 г. стало причиной заметного сокращения объемов эмиссии новых государственных займов, и в результате спрос на государственные облигации стал преобладать над предложением. У синдиката подписчиков появился еще один конкурент: система почтово-сберегательных касс, которым в 1988 г. была также разрешена перепродажа облигаций государственных займов. Об объемах эмиссии, первичного размещения и вторичного оборота государственных облигаций можно судить по данным табл. 11.2.

Таблица 11.2. Динамика развития рынка государственных облигаций Японии до 1990 г., трлн иен¹

Год	Объем эмиссии		Объем первичного размещения		Вторичный оборот
	Всего	в том числе новых займов	Всего	в том числе открытая подписка	
1975	5,8	5,8	4,5	—	—
1980	14,6	14,2	10,3	1,7	162,8
1985	23,0	12,9	15,1	4,2	2401,9
1990	24,0	—	18,0	7,0	9000,0

В настоящее время независимо от наименования (строительные, дефицитные и др.) все японские государственные облигации имеют одинаковый ранг. Если раньше в стране традиционно выпускались лишь облигации со сроком погашения 10 лет, то сегодня временной диапазон обращения государственных ценных бумаг существенно расширен: от нескольких месяцев до 2, 5, 10 и 20 лет. В Японии существуют именные (97%) и предъявительские государственные облигации, предусмотрена свободная и простая процедура их взаимной конвертируемости. Если раньше доходы по государственным облигациям выплачивались путем единовременного погашения, то в настоящее время проценты выплачиваются преимущественно два-

¹ Японская экономика в преддверии XXI в. М.: Наука, 1991. С. 300.

жды в год. Существуют также облигации с нулевым купоном, т.е. дисконтные бумаги, выпускаемые на 5-летний период.

Помимо среднесрочных (2 и 5 лет), долгосрочных (5—10 лет) и сверхдолгосрочных (20 лет) государственных облигаций Министерство финансов Японии проводит эмиссию краткосрочных казначейских векселей (3 и 6 месяцев), а также двухмесячных финансовых векселей, предназначенных для оперативного покрытия временного дефицита государственных ресурсов. Сегодня рынок государственных облигаций занимает 40% совокупного объема рынка облигаций Японии (государственных, банковских, корпоративных, государственных учреждений и муниципальных).

Эмиссия средне- и долгосрочных облигаций происходит ежемесячно. Первичное размещение 2-летних облигаций осуществляется в аукционной форме, а 5-летних — путем подписки участников консорциума андеррайтеров, включающего более 800 разнообразных финансовых учреждений. Вторичный оборот этих бумаг развит довольно слабо. При первичном размещении долгосрочных облигаций на определенную часть (40%) каждой эмиссии подписывается консорциум андеррайтеров. Другая часть продается на аукционах широкой публике. Средневзвешенная аукционная цена служит основой определения цены выкупа части эмиссии андеррайтерами. Размещение сверхдолгосрочных облигаций происходит на аукционной основе раз в три месяца.

Государственные облигации выпускаются в бездокументарной форме; реестр их держателей ведет Банк Японии. Расчеты по счетам депо проводят клиринговые банки. Долгосрочные и сверхдолгосрочные облигации котируются на Токийской фондовой бирже, однако в целом (95% стоимостного оборота) вторичный рынок государственных облигаций является внебиржевым.

Купонный доход, приносимый государственными облигациями, облагается 20%-ным налогом, от которого освобождены отдельные институциональные категории инвесторов.

Корпоративные облигации. Рынок корпоративных облигаций в Японии традиционно был развит значительно слабее. Однако сегодня прослеживается тенденция роста размеров эмиссии этих ценных бумаг, особенно конвертируемых и купонных облигаций. Это преимущественно внебиржевой рынок. После снятия в конце 1980-х годов некоторых законодательных запретов расширялись масштабы форвардных сделок с частными облигациями, а также развивалась деятельность обслуживающих их институтов. С 1979 г. в Японии начал функционировать рынок депозитных сертификатов.

Среди японских корпоративных облигаций есть облигации банков, производственных предприятий, государственных учреждений, муниципальных и др.

Крупные банки ежемесячно выпускают облигации для привлечения ресурсов, направляемых на долгосрочное кредитование различных сфер экономики. Размеры процентной доходности по этим облигациям подлежат согласованию с Министерством финансов.

Облигации производственных предприятий могут выпускаться только при участии доверительных банков. В стране существуют достаточно жесткие правила эмиссии этих ценных бумаг, в частности предъявляются высокие требования к состоянию баланса эмитента.

Облигации государственных учреждений выпускаются ограниченным числом государственных агентств или корпораций (менее 40). Примером может служить Японская финансовая корпорация, привлекающая таким путем ресурсы для нужд местных органов власти, которые не в состоянии сами изыскать их. Такие облигации выпускают на 10-летний период под гарантии правительства. Министерство финансов регулирует размеры их эмиссии и содействует размещению на рынке.

Муниципальные облигации эмитируются префектурами, городами и муниципалитетами для финансирования конкретных инвестиционных проектов также на 10 лет. При прочих равных условиях процентная доходность этих бумаг выше, чем по государственным облигациям. Их размещение происходит путем открытой или закрытой подписки. Структуру японского рынка облигаций характеризуют пропорции, отраженные на рис. 11.1.

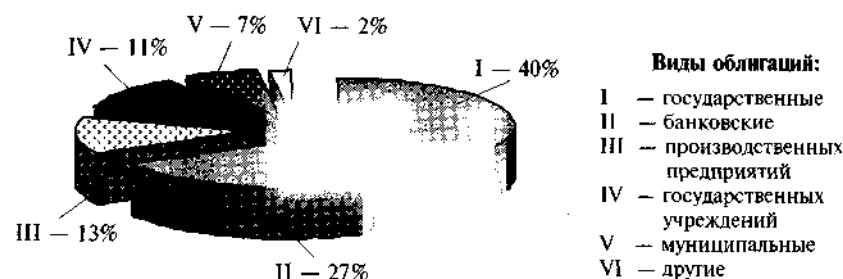


Рис. 11.1. Структура облигационного рынка Японии в середине 90-х годов (% в совокупном объеме облигационной задолженности)¹

К другим видам корпоративных облигаций относятся евроиеновые облигации, а также облигации Samurai и Daimyo. Первые номинируются в иенах, выпускаются за пределами Японии и предназначены главным образом для иностранных инвесторов. Вторые

¹ Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. М.: ИНФРА-М, 1996. С. 181.

выпускаются в стране иностранными эмитентами, международными корпорациями. Проценты по всем этим бумагам выплачиваются раз в год; расчеты проводятся посредством депозитно-клиринговых систем Euroclear или CEDEH.

Акции. Рынок акций Японии занимает сегодня второе место в мире по размеру годового оборота. Он практически полностью биржевой. Одной из главных причин этого стали ощутимые послевоенные успехи развития промышленности в стране. До 1989 г. курсы многих акций, котирующихся на Токийской фондовой бирже, неуклонно повышались на 20—30% ежегодно, не считая отдельных кратковременных падений. Поэтому рыночная цена акций японских компаний в 1980-е годы существенно (в 50—60 раз) превышала номинальную стоимость. Для сравнения: в США это соотношение достигало 10.

Сложившаяся ситуация порождала определенные проблемы, в частности ничтожность дивиденда относительно рыночной стоимости акции, размер которого устанавливается в процентах к номиналу. Например, вполне приемлемый 12%-ный дивиденд при номинальной стоимости акции в 50 иен составлял менее 0,25% ее рыночной стоимости (2500 иен). В результате повышался интерес инвесторов к спекулятивной прибыли, получаемой на курсовой разнице, при слабой заинтересованности в дивидендном доходе.

Все это способствовало активному развитию торговли на Токийской фондовой бирже, которая в 1987 г. стала крупнейшей в мире по совокупной стоимости котирующихся на ней акций (около 3 трлн долл. против 2,1 трлн долл. на Нью-Йоркской фондовой бирже).

Еще одна особенность японского акционерного капитала заключается в том, что в отличие от США, где в целях получения дивидендного дохода половиной совокупного количества акций владеют физические лица, в Японии взаимные держатели подавляющей доли выпущенных акций — сами корпорации. Главные цели при этом — установление хороших отношений корпораций и их акционеров, а также получение обоюдных привилегий. Просматривается также тенденция сдерживания проникновения иностранных инвесторов на японский рынок акций. Сегодня существуют и противоположные стремления к сохранению имеющихся во владении акций. Характеристика структуры акционерного капитала в Японии в середине 1990-х годов представлена в табл. 11.3.

Подавляющую часть японских акций составляют обыкновенные именные акции. Доля привилегированных акций невелика.

Объем эмиссии акций японских корпораций достиг максимума (более 8,5 млрд иен) в 1989 г. Затем в результате кризиса фондового рынка 1990—1992 гг. размеры эмиссии этих ценных бумаг резко (в 22 раза) сократились. Доля эмиссии акций в финансировании

экономики страны в 1995 г. составляла менее одного процента. Более чем в 2 раза снизилась стоимость акций, котирующихся на Токийской фондовой бирже, а размеры годового оборота уменьшились в 5 раз.

Таблица 11.3. Структура акционерного капитала в Японии, %¹

Держатели акций	Год			
	1950	1970	1993	1996
Кредитно-финансовые учреждения	12,6	30,9	43,8	42,0
Нефинансовые корпорации	11,0	23,7	23,9	26,0
Брокерско-дилерские фирмы	11,9	1,2	1,3	1,3
Японские граждане	61,3	39,9	23,7	19,0
Иностранные инвесторы	—	3,9	6,7	11,0
Прочие	3,2	0,4	0,6	0,7
Итого — 100%				

11.3. Биржевой фондовый рынок: организация, регулирование, тенденции развития

Первая японская фондовая биржа была основана в Токио в 1878 г. в качестве коммерческой организации. В 1943 г. Токийская фондовая биржа была закрыта и вновь воссоздана как акционерный некоммерческий институт в 1949 г. Сегодня в Японии насчитывается восемь фондовых бирж, расположенных в Токио, Осака, Саппоро, Нагоя, Киото, Хиросима, **Фукуока**, Ниигата. Объемы оборота Токийской и Осакской бирж составляют соответственно 80 и **15%** совокупного биржевого оборота страны.

Японские банки сегодня активно участвуют в операциях иностранных фондовых бирж, а крупные банки стран Западной Европы и **США** осуществляют инвестиции в экономику Японии, активизируя деятельность японских фондовых бирж.

Организационные основы деятельности японских фондовых бирж во многом схожи с основами деятельности бирж других развитых стран. Фондовые биржи здесь являются акционерными; они одновременно выполняют функции торговых площадок и **расчетно-клиринговых** центров, тесно сотрудничая с Японским депозитарным центром (Japan Securities Depository Centre, JASDEC), созданным в 1984 г.

¹ Рубцов **Б.Б.** Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. С. 178.

Члены фондовой биржи — только **брокерско-дилерские** фирмы, уполномоченные Министерством финансов Японии на проведение таких операций. Они могут покупать и продавать ценные бумаги как от имени и за счет клиентов, так и за свой счет и в свою пользу; они называются регулярными членами. Существует также малочисленная категория членов биржи, именуемая **«сайтори»**, которые принимают и исполняют заказы на сделки от регулярных членов биржи.

Токийская фондовая биржа (Tokyo Stock Exchange). Это крупнейшая биржа Японии. В ее обороте преобладают акции частных компаний при относительно небольшой доле долговых обязательств с фиксированным доходом. Основу биржевого оборота составляют кассовые сделки. Срочные сделки, имея тенденцию к расширению, занимают существенно меньший объем.

Главным методом торговли до 1999 г. являлся открытый двойной аукцион, аналогичный Нью-Йоркской фондовой бирже, т.е. торговля «с голоса» в биржевом операционном зале. Сегодня биржа перешла на компьютерные системы CORES и FORES. Торговлю производными инструментами (фьючерсами и опционами) обслуживает система CORES-FOP.

Торговля ведется крупными лотами, т.е. пакетами, как правило, в 1 тыс. акций стоимостью 50 тыс. иен, поскольку большинство японских акций имеют номинал 50 иен. Лишь отдельные акции имеют другие номиналы, например 20 и 500 иен. Заявки, поступающие на биржу от брокерско-дилерских фирм, передаются по телефону или посредством компьютеризированных телекоммуникационных сетей. Активно расширяется использование системы автоматизированного совершения сделок.

На Токийской фондовой бирже выделяются две секции основного рынка. Первая осуществляет котировку акций крупнейших корпораций — их примерно 1200. На второй котируются акции около 600 менее известных компаний. Для акций, не котирующихся на основном рынке, на бирже существуют специальные альтернативные рынки.

Допуск акций национальных компаний к котировке **предполагает** выполнение ими ряда условий, в частности по размеру акционерного капитала (не менее 1 млрд иен), по размеру прибыли до налогообложения за последний год (не менее 400 млн иен), **безубыточности** деятельности за последние пять лет и др.

В обороте Токийской фондовой биржи с разрешения Министерства финансов в 1973 г. появились первые акции иностранных компаний, рынок стал интернационализироваться. Требования, установленные к котировке акций иностранных компаний, более жестки, нежели для национальных.

Количество эмитентов, чьи ценные бумаги котировались на Токийской фондовой бирже, в сопоставлении с отдельными ведущими биржами других стран представлено в табл. 11.4.

Таблица 11.4. Эмитенты, чьи ценные бумаги котировались на Токийской фондовой бирже в 2000 г.

Биржа	Акции		Облигации			
	всего	в том числе иностранные	всего	частные	государственные	иностран-ные
Токийская ФБ	1900	60	500	480	4	16
Нью-Йоркская ФБ	2700	400	480	410	7	63
Лондонская ФБ	2500	500	1630	880	55	695

На главной бирже Японии в отличие от многих других до 2000 г. **использовались** фиксированные размеры комиссионного вознаграждения. Они были дифференцированы в зависимости от сумм сделок на несколько градаций — от 0,075 до 1,15%. Для сделок на сумму более 1 млрд иен размеры комиссии не фиксировались. В настоящее время размеры комиссионного вознаграждения не фиксируются по всем сделкам.

Токийская фондовая биржа осуществляет торговлю производными фондовыми инструментами (деривативами): фьючерсными контрактами на основе различного вида облигаций, опционами на фьючерсные контракты по облигациям некоторых видов, опционами на основе биржевого индекса TOPIX.

Биржевые индексы Nikkei и TOPIX отражают конъюнктуру японского фондового рынка. Nikkei рассчитывается с 1950 г. как среднеарифметическая стоимость 225 акций, котирующихся первой секцией Токийской фондовой биржи (аналог ведущего индекса Доу-Джонса в США). TOPIX рассчитывается с 1968 г. и представляет собой среднеарифметическую стоимость всех акций первой секции Токийской фондовой биржи, взвешенную с учетом их количества.

Регулирование рынка. До Второй мировой войны японский рынок ценных бумаг был развит чрезвычайно слабо. В Японии с конца XIX в. государством традиционно проповедовались принципы жесткого разделения функций между различного вида финансовыми институтами, во многом заимствованные у Англии. В 1948 г. был принят Закон «О ценных бумагах и биржах», который во многом копировал аналогичные акты США 1933—1934 гг. В соответствии с этим законом начала функционировать независимая Комиссия по ценным бумагам, впоследствии преобразованная в Управление цен-

ных бумаг Министерства финансов. При нем был также создан Совет по ценным бумагам и биржам в качестве совещательного органа.

С принятием в 1950 г. Закона «Об иностранных инвестициях» активизировался биржевой оборот как акций национальных компаний, так и акций компаний с участием иностранного капитала. Кроме того, Министерство финансов Японии в соответствии с Законом «О валютном и внешнеторговом контроле» от 1949 г. выдает разрешения на ввоз и вывоз из страны фондовых ценных бумаг, а также решает вопросы иностранных инвестиций. Закон «О реформе финансовой системы» от 1993 г. упразднил часть разграничений в деятельности банков и **брокерско-дилерских** фирм.

Среди нормативных актов японского законодательства существует также Торговый кодекс, один из разделов которого посвящен исключительно ценным бумагам. Эти документы служат правовой основой деятельности японского фондового рынка, который активно регулируется государством.

Еще до недавнего времени коммерческим банкам Японии законодательно запрещалось проведение операций рыночной купли-продажи ценных бумаг. Этим могли заниматься лишь специальные компании по операциям с ценными бумагами, сфера деятельности которых была строго разграничена со сферой деятельности банков. После Второй мировой войны в Японии, как и в США, существовал запрет на проведение банками трастовых операций и т.д. Однако со временем это стало соблюдаться не слишком строго. Усилились тенденции взаимопроникновения сфер деятельности различных финансовых институтов, чему способствовала развернувшаяся в 1977 г. борьба за снятие разграничения банковской деятельности и операций с ценными бумагами, увенчавшаяся полным успехом к 1984 г. Сегодня практически все банки Японии осуществляют все виды операций с облигациями государственных займов и органов местной власти, гарантированными правительством бумагами и др., а также с национальными и иностранными корпоративными ценными бумагами. Произошла либерализация деятельности многих других институциональных участников рынка ценных бумаг, в частности фондовой биржи.

Для осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг необходимо получить государственную лицензию. Министерство финансов Японии выдает лицензии по четырем направлениям этой деятельности: брокерской, дилерской, **андеррайтинговой** и по мелким операциям с частными инвесторами. Кроме того, все профессиональные участники рынка ценных бумаг являются членами саморегулируемой организации — Японской ассоциации Дилеров фондового рынка.

Тенденции развития. На рубеже 1970—1980-х годов рынок ценных бумаг Японии начал интернационализироваться. Масштабы выпуска облигаций в евроиенах как иностранными, так и национальными эмитентами быстро расширились. На Токийской фондовой бирже начали продаваться акции иностранных компаний. К 1987 г. на ней было зарегистрировано 88 компаний из девяти стран. Объем операций с их акциями составил около 1,5% совокупного оборота биржи и в последующие годы возрастал.

Долгое время существовал запрет на участие иностранных членов в работе биржи. Однако расширение деятельности японских компаний за рубежом изменило эту ситуацию. С 1986 г. участниками Токийской фондовой биржи могут быть и иностранные инвестиционные институты, соблюдающие ряд требований Министерства финансов в части установленного минимального размера капитала, ежегодной величины чистого дохода и др.

В 1988 г. полноправными членами Токийской биржи были уже 45 иностранных участников; доля сделок, совершенных ими, не превышала 1% совокупного оборота, и многие из них (до 80%) работали с убытками в отличие от национальных участников. К числу таких участников относятся Deutsche Bank, Merrill Lynch, Morgan Stenly и др.

Современный рынок ценных бумаг Японии, занимая второе место после фондового рынка США как по долевым, так и по долговым ценным бумагам, — один из наиболее развитых и совершенных в мире. Его особенности обусловлены национальными традициями.

Рынок ценных бумаг Германии

12.1. Тенденции развития рынка ценных бумаг Германии

Германия занимает третье место среди ведущих стран по значимости рынка ценных бумаг в накоплении капитала, а по многим показателям — первое место в Европе. В то же время доля Германии на мировом рынке ценных бумаг составляет всего 2,5%, что связано с достаточно поздним развитием самого рынка ценных бумаг. По существу, движение и развитие рынка ценных бумаг началось только с конца 1954 г. благодаря вмешательству правительства и введению налоговых и других льгот. Высокие темпы роста экономики ФРГ усилили накопление капитала и способствовали увеличению фиктивного капитала. Уже в 1965 г. выпуск всех видов ценных бумаг составил 4,4% ЧНП и 23% валовых капиталовложений в стране. Номинальная стоимость ценных бумаг с фиксированным процентом, находящихся в обращении, составила 100 млрд марок, однако их рыночная стоимость была значительно ниже и равнялась 78 млрд. Резко возросла доля покупаемых акций, которая составила приблизительно 1/3 всего объема ценных бумаг, в то время как в 1950-е годы в структуре приобретаемых бумаг преобладали облигации и ипотеки. В этот же период возросла мобилизация денежных средств населения в ценные бумаги со 100 млн марок в середине 1950-х годов до 6,9 млрд в середине 1960-х и составила 20% всех личных сбережений. Впоследствии индивидуальные инвесторы, в первую очередь состоятельные, играли определяющую роль. Во владении 162 тыс. состоятельных семей, т.е. 1/5 всех семей, находилось 90% всех акций. При этом 41% владельцев имели акции, курсовая стоимость которых не превышала 2 тыс. марок.

Дальнейшее развитие рынка наблюдалось в 1970—1980-е годы, когда средняя цена акций выросла более чем вдвое. Изменилась структура инвесторов, значительно уменьшилась доля индивидуальных

инвесторов — с 90 до 55%. В 1970-х годах только один из 12 жителей был владельцем акций. На долю институциональных инвесторов приходилось 15%, на долю коммерческих банков — 30%. Возрос оборот облигаций с 38 млрд марок в 1959 г. до 777 млрд в 1983 г., в то же время замедлился рост акций в обращении, хотя их оборот и вырос с 28 млрд марок до 101 млрд, т.е. в 3,6 раза. Наиболее ярко специфика рынка ценных бумаг проявилась в структуре находящихся в обороте титулов собственности: более 66% приходилось на различные банковские облигации, около 22 — на государственные займы, 11,8 — на акции и только 0,2% всех ценных бумаг составляли корпоративные облигации. Впоследствии рынок ценных бумаг продолжал развиваться (табл. 12.1), но основные тенденции, сформировавшиеся в эти годы, сохранились: продолжался рост количества облигаций, а число зарегистрированных выпусков акций снижалось. К началу 1990-х годов доля домашних хозяйств в структуре акционерного капитала предприятий снизилась до 16,8%, а в 1997—1998 гг. на долю индивидуальных инвесторов приходилось лишь 13% всех акций, что составило 6% финансовых активов населения. В то же время возросла роль рынка ценных бумаг в мобилизации денежного капитала. В 1996 г. на немецких биржах был получен рекордный оборот — 8,9 трлн марок, увеличившись по сравнению с 1995 г. на 0,8 трлн марок. Примерно три четверти оборота приходилось при этом на ценные бумаги с твердым процентом и четверть — на акции.

Таблица 12.1. Объем сбыта и оборот ценных бумаг, млрд марок, с 1999 г. млрд евро

Год	Всего	Твердопроцентные ценные бумаги				Акции
		всего	банковские	корпоративные	государственные	
1985	266,9	261,1	197,3	0,6	63,2	5,8
1990	443,2	428,7	286,7	0,3	141,9	14,5
1995	645,3	620,1	470,6	0,2	149,3	25,2
1996	745,3	731,9	563,1	1,7	167,1	14,4
1997	908,5	896,6	621,7	1,9	222,9	11,9
1998	1056,8	1030,8	789,1	3,4	238,4	26,0
1999	788,6	571,3	448,2	2,6	120,5	94,3
2000	828,6	659,1	500,9	8,1	150,1	11,4
2001	881,4	687,9	505,6	11,3	171,0	11,2
2002	1079,2	818,7	569,2	17,6	231,9	11,0
2003	1943,8	958,1	668,0	22,5	268,4	16,8
2004	1990,8	990,4	688,8	31,5	270,0	10,1
2005	1991,7	988,9	692,2	24,4	272,4	13,8
2006	1860,6	925,9	622,0	29,9	273,8	9,0

Источник: Horn E.J. Neuere Entwicklungen auf dem deutschen Kapitalmarkt // Die Bank. 2004. № 8. <http://www.bundesbank.de>

С этого времени начались новые эмиссии акций немецких акционерных компаний. Если в 1996 г. число новых эмиссий составило 14, то в 1999 г. их было уже 175. Бум на бирже в 1999 г. повысил не только курс акций, но и их число. Однако после краха 2000 г. вновь произошли сокращение эмиссионной деятельности (в 2000 г. число эмиссий составило 142, в 2001 — 26, в 2002 — 7 и в 2003 — 0) и делистинг акций как немецких, так и иностранных компаний. Снизилось число акционеров. К 2003 г. только 11,1 млн немцев, или 17% всего взрослого населения, являлись акционерами, в то время как еще в 2001 г. их насчитывалось 13,5 млн, или 21%. Причиной такого снижения стал сильнейший, сравнимый с кризисом 1929—1932 гг. биржевой крах. Доля акций как инструмент вложения денежных средств снизилась за этот период с 2 до 4,5%. В последующем такого снижения не наблюдалось, несмотря на цикличное развитие рынка, и уже к 2007 г. доля частного капитала в виде акций достигла 10%.

В целом же современный рынок ценных бумаг Германии характеризуется следующими особенностями:

- рынок облигаций значительно более развит, чем рынок акций. Соотношение облигаций и акций в Германии составляет 10 : 1, в то время как в США, например, 4 : 3. Среди долговых инструментов почти вся задолженность приходится на банковские облигации и обязательства федерального правительства;
- преобладающее значение имеют государственные ценные бумаги и бумаги коммерческих банков. Среди всех ценных бумаг 3/5 приходится на долговые обязательства банков с фиксированными доходами;
- существующая традиция прямого кредитования на покрытие дефицита государственного бюджета уменьшает долю выпуска государством ценных бумаг;
- низкая доля акций. Из более чем 500 000 фирм акционерными являются 15 206, при этом акции не более 800 предприятий котируются на бирже, из них только у 60 предприятий собственность действительно распылена. Предприятия предпочитают увеличивать капитал не за счет выпуска акций, а за счет привлечения заемных средств;
- доля участия банков в уставном фонде промышленных предприятий высока или сравнительно высока, что приводит к существованию различных форм ассоциаций банков с предприятиями;
- незначительная роль корпоративных облигаций определяется высокой долей прямого банковского кредитования в финансировании народного хозяйства. На долю банковских креди-

тов приходится **50–60%** всего привлеченного капитала предприятий;

- на рынке ценных бумаг преобладающее влияние оказывают банки, их доля в финансовых активах стабильна, 2/5 национальных ценных бумаг с твердым процентом находится в руках банков. Только Deutsche Bank управлял в 1999 г. ценными бумагами общей стоимостью свыше 100 млрд долл.

12.2. Структура рынка ценных бумаг

Рынок ценных бумаг Германии неоднороден и в зависимости от эмиссии ценных бумаг подразделяется на *первичный*, где происходит реализация новых видов ценных бумаг, и *вторичный*, на котором осуществляется их перепродажа.

В зависимости от места проведения сделок с ценными бумагами есть *биржевой* и *внебиржевой* рынок, на который приходится 90% продаж ценных бумаг. В зависимости от степени регулирования, «свободы» рынка немецкое биржевое право подразделяет рынок ценных бумаг на три сегмента:

- *официальный* (amtlicher Handel), 95% всего биржевого оборота, где на основе официальной котировки реализуются допущенные в биржевой зал специальным органом фондовой биржи ценные бумаги, курсы которых устанавливаются биржевым маклером;
- *регулируемый* (geregelter Markt), 5% биржевого оборота, для которого характерны облегченные условия допуска ценных бумаг, менее строгие обязанности по публикации отчетов, чем на официальном рынке, и установление биржевых курсов специально назначенными свободными маклерами;
- *свободный* (frei Verkehr) (**внебиржевой** оборот), на котором осуществляется торговля ценными бумагами, не допущенными на официальный и регулируемый рынки.

В 1997 г. возник Новый рынок, действующий параллельно с биржевым и объединяющий рынки Парижа, Франкфурта, Брюсселя и Амстердама, на котором торгуются акции перспективных малых компаний.

Исходным звеном функционирования рынка ценных бумаг в определенной степени служит первичный рынок. На нем основные эмитенты — государство, муниципалитеты, промышленные компании и кредитные институты — осуществляют эмиссию и первоначальное размещение ценных бумаг, которые впоследствии либо осядут у инвесторов, либо перейдут на вторичный рынок. Для эффективной реализации ценных бумаг и снижения риска потерь создаются

специальные эмиссионные консорциумы, объединяющие разные институты фондового рынка и различных инвесторов. Эмиссия и размещение федеральных займов на первичном рынке государственных ценных бумаг осуществляется посредством Федерального консорциума, образованного в 1952 г. при содействии центрального банка — Немецкого федерального банка (Deutsche Bundesbank).

Процедура реализации ценных бумаг на первичном рынке включает в себя несколько этапов. На первом ведутся переговоры консорциума с эмитентом о виде, объеме и условиях эмиссии, заключается эмиссионный договор, разрабатывается реклама. Особое значение на этом этапе имеет разработка проспекта эмиссии, учет в нем всех необходимых данных, отражение правильной и полной информации о ценных бумагах и эмитенте, так как если в проспекте эмиссии указаны неправильные данные об эмитируемых бумагах, ответственность за это несут издатели проспекта и лицо, давшее поручение на его издание. На втором этапе конкретный институт рынка, чаще всего консорциум, перенимает на себя ответственность за сбыт ценных бумаг и связанные с этим риски, которые определяются эмиссионным договором. Для первичного рынка ФРГ характерны три вида этого процесса:

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

Размещение эмиссии осуществляется двумя методами (способами): публично и частно (рис. 12.1).



Рис. 12.1. Размещение ценных бумаг на первичном рынке

Публичное размещение ценных бумаг — это размещение ценных бумаг на рынке с целью привлечь внешний капитал для реализации

намеченных компанией планов собственного развития. Оно бывает первичным, когда размещается первый выпуск ценных бумаг, когда происходит либо появление новой компании, либо превращение закрытого акционерного общества в открытое, вторичным, когда происходят последующие эмиссии ценных бумаг, и второстепенным вторичным, в процессе которого происходит продажа собственных ценных бумаг при закрытии компании. Публичное размещение осуществляется в форме подписки, свободной продажи и тендера. Размещение в форме подписки осуществляется путем твердого установления цен и методом **Bookbinding**¹. В первом случае цена продаж устанавливается перед началом подписки и действует в течение всего ее срока, инвесторам остается лишь определить количество и стоимость покупаемых ценных бумаг. Если в ходе подписки эмиссия будет исчерпана, то подписка может быть досрочно прекращена. Во втором случае в процесс установления цен вовлекаются инвесторы. В эмиссионном проспекте определяются ценовые пределы для предложений на подписку, а инвесторы должны определить количество покупаемых ценных бумаг и предложить свою цену. Конечная цена подписки устанавливается эмитентом после анализа всех предложений. Преимущественные права на покупку ценных бумаг обычно отдаются предложениям долгосрочно ориентированных инвесторов. Свободная продажа осуществляется с обязательным опубликованием эмиссионного проспекта, но курс ценной бумаги остается свободным и устанавливается соотношением спроса и предложения. Тендерный метод включает публичное размещение путем проведения аукционов. Различают количественный аукцион, когда инвестору требуется указать только сумму, на которую он собирается приобретать ценные бумаги, и процентный, когда инвесторы должны указать ставку процента, на условиях получения которого они согласны инвестировать свой капитал. Инвестор вправе подать несколько заявок, а эмитент устанавливает минимальный курс или минимальный процент. Однако окончательно курс и процент определяются в ходе аукциона.

Частное размещение — это размещение ценных бумаг среди ограниченного круга инвесторов, которые заранее известны. Такое размещение осуществляется в форме свободных продаж.

На первичном рынке государственных ценных бумаг **25—40%** общего объема эмиссии размещает Федеральный консорциум, получая за это консорциальное вознаграждение в размере 0,875%, остальная часть реализуется путем тендерного размещения, осуществляемого федеральными земельными банками при содействии **Бундесбанка**.

¹ Rippel W. DM-Bonds, **Strukturen und Usancen** // Kleinwort Benson Research. 1996. August.

Первичный рынок в Германии — биржевой. Все виды ценных бумаг, за исключением еврооблигаций, размещаются на официальном биржевом рынке, а обыкновенные акции — на регулируемом.

Вторичный рынок представлен биржевым и свободным рынками.

Биржевой рынок Германии имеет полицентрический характер, обусловленный большой степенью автономии земель, каждая из которых имеет свою фондовую биржу, и представлен восемью фондовыми биржами, находящимися в Берлине, Бремене, Франкфурте-на-Майне, Дюссельдорфе, Гамбурге, Ганновере, Мюнхене, Штутгарте. Основной оборот ценных бумаг приходится на Франкфуртскую биржу. В 2005 г. он составил около 2 трлн долл. США, что в 7,4 раза меньше, чем на Нью-Йоркской фондовой бирже. Однако роль Немецкой фондовой биржи в экономике страны постепенно возрастает, и уже в апреле 2006 г. объем торговли на бирже составил 170 млрд евро. Однако по показателям капитализации она значительно уступает биржам США. До 2000 г. она официально называлась АО «Немецкая биржа» (**Deutsche Borse AG**). Вплоть до последнего времени она находилась примерно на одном уровне с Лондонской биржей после Нью-Йоркской и Токийской. В мае 2000 г. произошло объединение Немецкой биржи с Лондонской, и образовалась новая международная биржа IX с общей торговой платформой **XETRA**.

Второе место занимает Штутгартская биржа, на которой осуществляются сделки с ценными бумагами как крупных, так и мелких эмитентов. На долю Дюссельдорфской биржи приходится 20% всего биржевого оборота. В 1990 г., значительно позже, чем в других развитых странах, начала свою деятельность Немецкая фьючерсная биржа (**Deutsche Terminborse**, DTB, с 1998 г. она называется Eurex). Это полностью компьютеризированная торговая система, на которой осуществляются срочные сделки на долгосрочный период от 8 до 10 лет. DTB имеет пункты доступа, находящиеся в Париже, Лондоне, Амстердаме, Цюрихе и Чикаго. Создаются дополнительные пункты доступа в Европе. Число «отдаленных участников» постоянно повышается, что приводит к повышению ликвидности отдельных ценных бумаг. Благодаря избранной стратегии и ориентации на новейшие электронные торговые технологии в 1998 г. она вышла на первое место в Европе среди других **деривативных** бирж, опередив английскую LIFFE, а в 1999 г. заняла первое место в мире по количеству проданных контрактов.

Все фондовые биржи кроме Франкфуртской в Германии государственные. Они созданы местными органами власти и управляются торговыми палатами или торговыми ассоциациями. В соответствии с Законом о бирже, принятым в 1896 г. и обновляемым в 1975, 1986, 1989, 1996 и 1998 гг., наблюдение за деятельностью фондовой

биржи осуществляет правительство земли, на территории которой она расположена. От имени правительства, как правило, действует Управление наблюдения за Фондовой биржей, которое входит в состав Министерства экономики этой земли. Само же правительство не занимается наблюдением за рынками (или их регулированием), а лишь одобряет или не одобряет правила их саморегулирования. Деятельностью фондовых бирж в Германии руководят Комиссия по вопросам допуска ценных бумаг к котировке, Палата маклеров и Правление биржи.

В 1992 г. Немецкая биржа стала первым открытым акционерным обществом. Она была организована как холдинговая компания в составе Франкфуртской биржи, Немецкой фьючерсной биржи, Объединения ссудных касс и Центрального банка данных по ценным бумагам. Впоследствии в ее состав вошли Немецкий биржевой клиринговый центр и Немецкий центральный депозитарий. В 1993 г. 79% всех ее акций принадлежало немецким коммерческим банкам и 10% — зарубежным. В настоящее время произошло некоторое перераспределение владельцев акций; ими стали также свободные маклеры (10%) и региональные биржи (9%). Сегодня Немецкая биржа — один из ведущих оферентов биржевых услуг на рынке ценных бумаг в Европе.

Главными (а до 1996 г. фактически единственными) участниками рынка ценных бумаг в целом и фондовых бирж в частности являются коммерческие банки, которые исполняют роль отсутствующих в Германии инвестиционных банков. В соответствии с законодательством только банковские организации имеют право работать с финансовыми средствами клиентов в области инвестиционной деятельности. На основании специальной лицензии они оказывают весь спектр услуг по хранению, распоряжению и залогу ценных бумаг и обслуживанию инвестиционной деятельности (например, выполняют функции в качестве депозитариев). На бирже помимо этого они выступают в качестве брокеров и дилеров, имеют право передавать заявки инвесторов на биржу. Коммерческие банки могут совершать сделки и для частных инвесторов. Особая роль на рынке ценных бумаг принадлежит трем банкам: Deutsche Bank, **Dresdener Bank** и Commerz Bank. В последнее время к ним присоединился объединенный банк, образовавшийся путем слияния двух баварских банков: Hypobank и Vereinsbank.

Универсальные коммерческие банки имеют значительный опыт проведения операций с ценными бумагами, и это считается нормальным для фондового рынка Германии. Наряду с ними в настоящее время законными правами на операции с ценными бумагами обладают и небанковские компании по ценным бумагам (при усло-

вии получения специальной лицензии). Однако специализированные фирмы-инвесторы не многочисленны. Привлечение иностранных инвесторов или коммерческих банков на внутренний рынок ограничивается тем, что они должны иметь лицензию на свою деятельность в стране, даже если они не выдают кредитов. Однако в последние годы растет значение финансовых конгломератов на рынке ценных бумаг, которые в дополнение к работе с ценными бумагами могут также заниматься ипотекой через свой закладной банк, агентство по недвижимости или страховую компанию. Круг деятельности такого универсального финансового концерна регулируется Банковским наблюдательным управлением и Службой страхового наблюдения.

К профессиональным участникам бирж также относят:

- *свободных маклеров*, деятельность которых аналогична деятельности дилеров, т.е. они исполняют роль посредников между кредитными учреждениями, а также между банками, которые не располагают достаточным количеством собственных сотрудников на бирже, работают за свой счет и определяют курс в регулируемой и свободной торговле;
- *официальных курсовых маклеров*, выступающих профессиональными посредниками — аналогами брокеров, назначаемых Наблюдательным советом фондовых бирж, принимающих заявки на совершение операций с ценными бумагами и определение их курса и получающих комиссионное вознаграждение; их деятельность осуществляется «на паркете» — в торговом зале биржи.

Операции на фондовой бирже могут осуществляться только ее членами — как физическими, так и юридическими лицами. Основными членами и игроками на Франкфуртской фондовой бирже (как и на других германских биржах) выступают банки. Банки торгуют либо при помощи электронной системы **XETRA** непосредственно из своих офисов, либо в торговом зале биржи (как говорят в Германии, «на паркете») через специальных членов биржи, так называемых курсовых маклеров. С конца 1990-х годов доля паркетной торговли неуклонно сокращается и, вероятно, в скором времени вообще исчезнет. Лица или организации, желающие торговать на бирже ценных бумаг, должны получить разрешение от Биржевого управления. В противном случае клиент, желая купить или продать ценные бумаги, обращается в банк. Банк будет агентом клиента при заключении сделки на Франкфуртской бирже или на одной из семи региональных бирж.

В отличие от других стран в Германии на бирже отсутствует как таковой институт регистраторов. Обязанности по сбору реестров и передаче их эмитентам берет на себя депозитарная система, в ча-

ности созданный в соответствии с рекомендациями «группы тридцати» центральный депозитарий — Немецкий кассовый союз (**DKV**). Центральный депозитарий был образован в 1989 г. путем слияния семи других центральных депозитариев, осуществлявших до этого схожие функции. **DKV** — член немецкой биржевой группы, 100% его уставного капитала оплачено Немецкой фондовой биржей. Основная задача **DKV** — обеспечение быстрых и эффективных расчетов по сделкам, проводимым как на биржевом, так и на внебиржевом рынке внутри страны, с ценными бумагами, обращающимися в Германии. **DKV** открывает счета ценных бумаг только профессиональным участникам рынка, прямым участникам центральной системы — банкам и маклерам (брокерам), инвестиционным компаниям, зарубежным центральным депозитариям.

Немецкий кассовый союз осуществляет функции клирингового центра и депозитария, в то время как денежные расчеты по итогам сделок на фондовом рынке проводятся через Deutsche Bundesbank.

Помимо центрального депозитария для проведения расчетов на международных рынках в Германии существует центральное клиринговое агентство по иностранным ценным бумагам **Auslandskassenverein (AKV)**. Агентство было создано в 1970 г. и существовало как независимая организация, чьей основной задачей было установление корреспондентских отношений с зарубежными кастодианами. С 1 января 1996 г. оно было инкорпорировано в **DKV**. Задачи **AKV** аналогичны задачам **DKV**, но в части зарубежных ценных бумаг. При этом **AKV** не осуществляет физического хранения бумаг, а исполняет функции номинального держателя в **кастодиальных** системах других стран. **AKV** также представляет немецкие банки в **CEDEL**.

Кастодианы — еще одна составляющая рынка ценных бумаг. В Германии роль кастодианов выполняют банки. В соответствии с законом **кастодиальные** банки обязаны помещать ценные бумаги своих клиентов в **DKV** на условиях коллективного хранения. Исключение составляют только активы клиентов, которые по требованию последних должны храниться отдельно от ценных бумаг других лиц. Кастодианы могут быть членами фондовой биржи и выполнять функции брокеров/дилеров. Подразделения кастодиана разделены по функциональному признаку, т.е. каждый отдел выполняет свои функции, и они не связаны друг с другом. Кастодианы, которые хранят активы инвестиционных фондов, дополнительно выполняют функции специального депозитария. В Германии **кастодианы** ежегодно проходят аудиторскую проверку. Независимого аудитора выбирают регулятивные органы. Услуги аудитора оплачивает кастодиан из своих собственных средств, а не из средств фонда.

Основу биржевого механизма составляет сочетание формы организации биржевой торговли с агентским и дилерским рынком, что

определяет фундаментальные особенности биржевой торговли на каждой бирже. В большинстве это сочетание агентского рынка и аукциона, а биржи Германии, кроме того, являются еще и крупнейшими «залповыми» рынками. Например, на Франкфуртской фондовой бирже можно наблюдать агентский рынок в сочетании с онкольным, причем последний имеет очень «частый шаг» и по ликвидности практически не отличается от непрерывного. Ежедневно с 10.30 до 1.30 онкольный рынок «идет частым шагом», при этом цена по активным выпускам меняется в среднем **30—40** раз, по неактивно торгуемым выпускам цена устанавливается одним залпом в 12 часов дня.

Официальный рынок Германии представляет собой рыночный сегмент с наиболее высоким уровнем безопасности инвесторов и предъявляет в соответствии с этим к эмитентам и ценным бумагам самые высокие требования. На нем обращаются ценные бумаги, которые прошли процедуру листинга. Эмитенту важнейших ценных бумаг (национальных) достаточно пройти процедуру листинга хотя бы на одной из бирж, чтобы и его акции могли котируются и на остальных семи. При допуске к биржевой торговле ценных бумаг в Германии решающую роль играют кредитные институты. Поэтому основная проблема для эмитента, желающего пройти процедуру листинга, — найти банк, который возьмет на себя ответственность ввести его ценные бумаги на биржу. Банк занимается подготовкой документов на допуск, среди которых ходатайство эмитента о допуске своих ценных бумаг к официальной котировке на бирже, официально заверенная выписка из торгового реестра эмитента, последняя регистрация устава, а также годовые балансы и платежи за три года деятельности предприятия. После этого банк принимает на себя руководство по осуществлению процедуры листинга. Окончательное решение о допуске ценных бумаг к биржевой торговле выносит Комиссия по допуску ценных бумаг к котировке на бирже. Законом о фондовой бирже в Германии предусмотрены определенные критерии допуска ценных бумаг к торгам: предприятие-эмитент должно просуществовать не менее трех лет, прежде чем оно сможет подать ходатайство; собственный капитал компании должен быть не менее 3,5 млн евро; эмиссия должна достигать предположительной курсовой стоимости в размере 2,5 млн евро; для обеспечения достаточного уровня спроса на акции, допуск которых предусматривается, необходимо разместить на рынке не менее 25% уставного капитала; ценные бумаги должны свободно обращаться на рынке, поэтому их деление по достоинству должно учитывать потребности биржевой торговли; наряду с годовыми отчетами должны быть опубликованы промежуточные отчеты; акция каждого номинала и каждого вида, эмитируемая данной компанией, должна быть допущена на биржу.

На *регулируемый рынок*, находящийся под контролем коммерческих банков, приходится 90% общей торговли долговыми обязательствами федеральных долговых обязательств и **80—100%** банковских облигаций, евробондов. Для него как части биржевой торговли характерна торговля «за стойкой» — система организованного рынка, когда торговля осуществляется в определенные часы и в определенном месте. Здесь действует порядок регулярных торгов. Основные участники рынка — как коммерческие банки, так и другие институциональные инвесторы. Это рынок акций средних и мелких предприятий. В основном такие предприятия являются собственностью семьи, и банк совместно с клиентом решает, какая их часть будет котироваться на внебиржевом организованном, или регулируемом, рынке. Торгуются только допущенные к котировке ценные бумаги, правила допуска и обязанность публикации котировки осуществляются аналогично официальному рынку. Однако этот рынок отличается большая свобода при допуске ценных бумаг к торгам, условия допуска на регулируемый рынок несколько иные, критерии более лояльные. Для допуска этих ценных бумаг на рынок срок существования акционерного общества не имеет значения, в то же время, если отсутствует финансовый отчет эмитента, банк не станет подвергать себя риску и осуществлять торговлю такими ценными бумагами. Собственный капитал акционерного общества не должен составлять менее 500 тыс. евро, а процент распыления акций, т.е. распространения их среди акционеров, — не менее 4. Минимальная стоимость эмитируемых акций устанавливается в размере, превышающем 0,5 млн евро.

В 2002 г. в соответствии с четвертым Законом о финансовых рынках на Новом рынке, который существует в настоящее время как параллельный с биржевым, были введены новые биржевые сегменты: Генеральный стандарт (General **Standart**) и Первокласный стандарт (Prime Standart) в целях повышения прозрачности (прозрачности) рынка акций и улучшения правовых условий деятельности рынка. Новое сегментирование **нацелено** на повышение **интегрированности** рынка капиталов для эмитентов и инвесторов. Для Немецкой биржи это означает возможность снижения различий в правовых условиях, существующих на европейских биржах, и выход на международные стандарты торговли.

Основным отличием данных сегментов являются условия допуска к торгам. Для Генерального стандарта характерны законодательные требования прозрачности, а для Первокласного сегмента — наличие международных стандартов. Малые и средние предприятия, акции которых котируются на бирже, могут самостоятельно выбрать либо котировку по более высоким стандартам Первокласного сег-

мента и быть доступными для иностранных инвесторов, либо более мягкий листинг на рынке Генерального стандарта.

Благодаря выравниванию требований регулируемого и официального рынков на все котирующиеся на бирже ценные бумаги создается единый высокий стандарт. Инвесторам это гарантирует прозрачность.

Первокласный стандарт выполняет более серьезные требования прозрачности в Европе и облегчает позиционирование котирующихся акций предприятий для международных и институциональных инвесторов. Поэтому дополнительно к требованиям Генерального стандарта эмитенты должны выполнять следующие требования:

- представление ежеквартальной отчетности;
- применение международных стандартов отчетности (IAS, US GAAP);
- опубликование предпринимательского календаря с важнейшими терминами;
- проведение минимум одной аналитической конференции в год;
- представление квартальной и текущей отчетности на английском языке.

Новый рынок выполняет две основные задачи: введение более высоких стандартов, существующих в Европе, и представление молодых инновационных предприятий инвесторам, как отечественным, так и зарубежным. Вторая задача становится все более значимой, так как дает возможность дальнейшего финансирования малых и средних предприятий технологических отраслей на рынке капиталов.

В настоящее время торги на Новом рынке осуществляются по трем ранговым листам. В первый входят акции немецких предприятий из всех отраслей, на основе которых рассчитывается индекс DAX. Во второй — акции отечественных и зарубежных компаний классических отраслей, входящих в индексы MDAX и SDAX. В третий лист включаются акции отечественных и зарубежных эмитентов технологических отраслей, отраженных в индексах TechDAX и NEMAX.

Развитие фондового рынка и экономики в целом отражают фондовые индексы. Основных индексов в Германии в настоящее время четыре: DAX (Deutscher **Aktienindex**), MDAX, **DAX-100** и CDAX. С 1 января 2003 г. были введены дополнительно еще четыре индекса — TechDAX, SDAX, NEMAX, NEMAX-50. Старейший в истории немецких фондовых индексов — индекс DAX (Deutscher Aktienindex), который начал рассчитываться в 1959 г. как индекс, отражающий текущие биржевые операции. Базовой датой для расчета этого индекса принята 30 декабря 1987 г., когда его значение было приравнено к 1000 пунктов. Индекс рассчитывается в режиме торгов на Франкфуртской бирже — с 8.30 до 17.00 и в течение работы электронной

системы **XETRA** — с 8.30 до 17.15. В основу расчета взяты акции 30 наиболее ликвидных крупных немецких компаний. Перечень ценных бумаг, входящих в индекс, ежегодно пересматривается исходя из двух критериев: объема торгов за последний год и рыночной капитализации этих ценных бумаг. В частности, в 2003 г. для расчета индекса использовались ценные бумаги таких эмитентов, включенные в листинг для DAX, как Adidas-Salomon AG, **Allianz AG**, BASF AG, Bayer AG, Bayer Vereinsbank AG, BMW AG, Commerzbank AG, **Deimler-Chrysler AG**, **Degusa-Huels AG**, Deutsche Bank AG, Deutsche Telekom AG, Dresdener Bank AG, Henkel AG, **Hoechst AG**, **Karstadt AG**, LindeAG, Lufthansa AG, MAN AG, **Mannesmann AG**, Metro AG, **Munchen Ruechy AG**, RWE AG, Preussag AG, SAP AG, **Schering AG**, Siemens AG, Thyssen AG, VEB A AG, **VIAG AG**, Volkswagen AG. Совокупная стоимость акций, входящих в индекс DAX, на конец 2003 г. составила 330 млрд евро.

Индекс MDAX начали рассчитывать с 1987 г. на основании ценных бумаг 70 крупных компаний второго эшелона, перечень которых пересматривается каждые полгода исходя из тех же критериев, что и у индекса DAX. При расчете этого индекса учитываются немецкие и те зарубежные предприятия, акции которых котируются на Франкфуртской бирже, но их критерии внесения в индекс отличны от тех, что разработаны для отечественных предприятий, кроме того, учитываются предприятия, зарегистрированные за рубежом, но ведущие деятельность в Германии. Как и предыдущий индекс, MDAX исчисляется в режиме реального времени, но обновляется каждую минуту.

Индекс DAX-100 состоит из индексов MDAX и DAX и рассчитывается с 1987 г. по акциям 100 компаний, функционирующих на официальном и регулируемых рынках Франкфуртской биржи. Список компаний пересматривается дважды в год. База расчета этого индекса — 500 пунктов, поэтому в отличие от предыдущих индексов при его расчете частное умножается не на 1000, а на 500.

Помимо корпоративного индекса **DAX-100**, на его основе рассчитываются отраслевые индексы по 10 отраслям (автомобилестроение и транспорт, банковская система, жилищное строительство, химия и фармацевтика, сталелитейная, электротехника, торговля, производство потребительских товаров, машиностроение, страхование и коммунальные услуги).

Индекс CDAX (Composite DAX) развивается с 1970 г., однако современной базовой датой, как и для других индексов, считается 30 декабря 1987 г., когда его значение было принято за 100 пунктов. Для расчета используются 520 видов акций, котирующихся на всех трех сегментах Франкфуртской биржи: на официальном, регулируемом и свободном рынках. Этот индекс также вычисляется в режиме реального времени и обновляется ежеминутно в течение торгов на

Франкфуртской бирже и в электронной системе XETRA. Для CDAX вычисляются текущие и итоговые значения индексов на основе официальных цен и цен закрытия.

Кроме CDAX рассчитываются и отраслевые индексы по 18 отраслям (в частности, текстиль, транспорт, страхование, машиностроение, автомобилестроение, жилищное строительство), которые подразделяются на 63 индустриальные группы. Вычисляются один раз в день после торгов на Франкфуртской бирже и в системе XETRA на основе цен закрытия.

Основной индекс на Новом рынке — CDAX, кроме того, были введены индексы, характеризующие отдельно уровень развития классических и технологических отраслей на этом рынке. Для предприятий классических отраслей характерен уже рассмотренный индекс MDAX. Помимо этого рассчитывают *индекс SDAX*, в который входят акции 50 крупных компаний, некоторые из них входят в MDAX.

Особое внимание в последние годы уделяется развитию высокотехнологических отраслей. Для привлечения капитала в эти отрасли, иначе говоря, для инвесторов этих отраслей введен *индекс* для технологических отраслей *NEMAX*, который рассчитывается на основе акций всех сфер деятельности технологических отраслей. На его основе рассчитывается NEMAX-50, включающий акции 50 средних и мелких компаний. Наряду с этим используется *индекс TexDAX*. Он основан на стоимости акций 30 немецких и иностранных предприятий (на 2004 г. в него входили акции 25 немецких компаний). Структура этого индекса такова: 42,9% составляют индустриальные предприятия, 25,2 — предприятия биотехнологии, 3,7 — информационные, коммуникационные предприятия и 9,2% — предприятия прочих технологических отраслей.

Помимо этого рассчитывают еще два *индекса: Fec All Share*, который включает в себя стоимость акций технологических предприятий, кроме включенных в индекс DAX, и *Classic All Share*, включающий стоимость акций всех классических отраслей, кроме предприятий, включенных в индекс DAX.

Иерархия этих индексов схематично представлена на рис. 12.2.

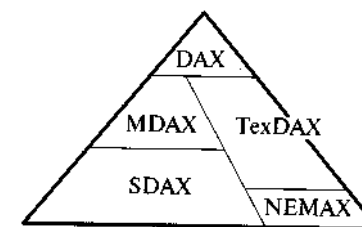


Рис. 12.2. Иерархия немецких индексов

Для рынка долговых обязательств Франкфуртская биржа рассчитывает несколько специальных индексов. Среди них рентный *индекс REX — Deutsche Rentenindex*, который появился в 1991 г. В своей основе он содержит все займы, облигации и казначейские обязательства Федерального правительства и земель, фонда «Немецкое единство» и ряда других доверительных учреждений сроком от 6 месяцев до 10,5 лет. Он рассчитывается как среднеарифметическое биржевых курсов ценных бумаг. Начиная с 1992 г. Немецкой биржей ежедневно рассчитывается и публикуется конъюнктурный *индекс REXP-REXPeforvanceindex*, учитывающий помимо курсовых изменений долговых обязательств их доходность. В 1995 г. система индексов долговых обязательств пополнилась *индексом* закладных листов *PEX (Deutsche Pfandbriefindex)*, в основе которого лежат 30 займов сроком от 1 до 10 лет и три купонных займа с **6-**, **7,5-** и **9%-ной** доходностью; индекс рассчитывается на основе биржевого курса.

В биржевом механизме Германии фондовые биржи имеют меньшее значение в финансировании экономики, чем в других странах, так как основную роль здесь играют коммерческие банки. Поэтому обращение корпораций и других компаний на рынок ценных бумаг в сопоставлении с другими странами довольно ограничено. В некоторых странах биржи укрепляют свои позиции, концентрируя все или большую часть услуг для пользователей финансовых рынков «под одной крышей». На рынках Франкфурта, например, биржа объединяет первичные и вторичные рынки, рынки производных инструментов, клиринг и расчеты. Это дает возможность обеспечить комплексное обслуживание клиентов, снизить издержки, повысить эффективность управления рисками. К 1999 г. все крупнейшие биржи Западной Европы стали полностью электронными, создав свои электронные платформы (**XETRA** на Франкфуртской бирже). Тем не менее считается, что Немецкая биржа лидирует в Европе по ценовой эффективности электронной торговой системы.

Значительную роль на рынке ценных бумаг играет внебиржевой рынок, который представлен в Германии свободным рынком. Этот рынок не регулируется биржевым законодательством, но подлежит надзору со стороны Немецкого биржевого совета, который устанавливает несколько обязательных требований допуска ценных бумаг к торгам. На нем осуществляется торговля следующими видами ценных бумаг, не допущенными к торговле на биржевом рынке: ценными бумагами регионального значения; ценными бумагами, эмитенты которых не выполнили предписаний официальной к регулируемой торговле; ценными бумагами недавно основанных компаний; иностранными ценными бумагами, иначе говоря, торговля осуществляется акциями и облигациями всех компаний, как крупных, так

и средних и мелких, но не проходящих листинг. Торговля осуществляется либо прямым договором между покупателем и продавцом ценной бумаги, либо через свободных маклеров. Курсы ценных бумаг устанавливаются в ходе переговоров между торговцами и свободными маклерами и публикуются в официальной прессе.

Внебиржевой оборот предполагает такую форму торгов, как торговля «по телефону». Однако в настоящее время внебиржевой рынок представляет собой автоматические торговые системы. В Германии это интегрированная информационная система биржевой торговли **IBIS/XETRA**, являющаяся аналогом известной американской системы **NAZDAQ**. От других сегментов рынка ценных бумаг **IBIS** отличается тем, что ее действие не зависит от местонахождения клиентов, в то время как официальная и регулируемая торговля происходит на биржевом «паркете». Система **IBIS** была создана в 1989 г. первоначально как межбанковская информационная система, а с 1991 г. она функционировала как электронная торговая система, посредством которой осуществлялась котировка избранных акций, облигаций и опционных бумаг. К торговле в системе **IBIS** допускались все институты и частные лица — члены Немецкой биржи. Торговля в системе **IBIS** и на биржевом «паркете» происходит одновременно, но имеет ряд преимуществ, что привело к возрастанию ее доли операций в биржевом обороте. С 1998 г. начала существовать разработанная Немецкой биржей система **XETRA (Exchange Electronic Trading)**, хотя первые сделки начали проводить с ноября 1997 г. Через нее могут заключаться до 60 сделок в секунду по 40 000 разным видам.

Современные электронные системы устраняют разницу между биржевой и внебиржевой торговлей, и на них возлагается надежда завершения «паркетной торговли». Уже в 1990-е годы в Германии была введена в действие биржевая ордерно-сервисная система **BOSS**, в которой были идеально увязаны преимущества «паркетной» торговли с эффективностью электронных торговых систем, а **XETRA** логически завершила эту программу.

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

Расчеты по сделкам с ценными бумагами как на биржевом, так и внебиржевом рынке, осуществляются по принципу «сделка за сделкой» (trade-by-trade) и ведутся для всех сделок с бумагами, находящимися на хранении в DKV. Для этой цели существует компьютерная центральная система DWZ, объединяющая биржу, банки и DKV и поддерживающая проведение всех операций по расчетам и клирингу. Внутри DKV все расчеты ведутся использованием расчетной платформы CASCADE. Эта система начала функционировать в 1991 г. и позволяет быстро обрабатывать большое количество операций по расчетам в удобном для пользователя формате. В рамках CASCADE все сделки, проходящие через биржу, обрабатывают автоматически. Осуществлять расчеты по сделкам с участием зарубежных депозитарных банков CASCADE помогает система OLGA II.

12.3. Виды ценных бумаг

Основной объект рынка ценных бумаг ФРГ — ценные бумаги. В немецком **законодательстве** отсутствует понятие «ценные бумаги», поэтому определения, даваемые в литературе, довольно расплывчаты, в большей степени рассматривающие ценные бумаги как «документы, в которых права владельца закреплены таким образом, что для их осуществления необходимо владение данным документом». Практика же немецкого фондового рынка включает в понятие «ценные бумаги» самые разнообразные документы с множеством индивидуальных особенностей, в соответствии с которыми они могут классифицироваться по следующим признакам:

- по *способу передачи прав собственности*. Различают предъявительские (Inhaberpapiere), ордерные (Orderpapiere) и именные (Namenspapiere) ценные бумаги;
- по *виду закрепления прав*. Ценные бумаги подразделяются на долговые (**Forgerungspapiere**), к которым относят прежде всего облигации, и долевые (Mitgliedspapiere) ценные бумаги;
- по *виду и повторяемости получаемого дохода*. Выделяют ценные бумаги денежного рынка (**Geldwertpapiere**), удостоверяющие право на однократное получение определенной суммы денег, к которым относят чеки и векселя; ценные бумаги рынка капиталов (**Kapitalwertpapiere**), удостоверяющие право на многократное получение дохода или на владение частью капитала предприятия, к которым относят акции и облигации; ценные бумаги товарного рынка (**Warenwertpapiere**), удостоверяющие право на получение определенных товаров, к которым, в частности, относят коносаменты и складские расписки.

Наибольшее значение на рынке ценных бумаг имеют классические ценные бумаги — акции и облигации.

Акции. Выпуск и хождение акций регулируются Законом об акциях (**Aktiengesetz**).

Основными владельцами акций являются индивидуальные инвесторы (прямые владельцы акций), которые владеют **13%** всех акций, институциональные инвесторы (на их долю приходится 68%), государство (3%) и иностранные инвесторы (16%). Практически все сертификаты акций находятся в централизованном депозитарии. Долгое время он назывался Немецким кассовым союзом (Deutsche Kassenverein, DKV), а с начала 2000 г. — Clearstream.

Акции группируют по трем критериям — способу передачи прав, виду прав, закрепленных в акциях, и времени эмиссии.

По *способу передачи прав* выделяют именные, на предъявителя и **ванкулированные** именные акции. Для передачи прав по именной акции требуется согласие сторон, передача сертификата, заявление об уступке прав (цессия) и регистрация нового владельца; доля таких акций в торговом обороте незначительна. Ванкулированные акции в отличие от именных требуют согласия акционерного общества на их покупку-продажу. В основном выпускаются акции на предъявителя, что облегчает процесс передачи прав при покупке-продаже ценной бумаги на рынке, и только страховые компании должны выпускать именные ценные бумаги. Однако с 1999 г. некоторые немецкие акционерные общества стали конвертировать свои предъявительские акции в именные.

По *виду прав, закрепленных в акциях*, различают обыкновенные, дающие право управления фирмой или право голоса, участия в годовом собрании акционеров, приобретения новых акций при увеличении основного капитала и получения дивиденда, и привилегированные акции, предполагающие первоочередное получение дивиденда, но не дающие права голоса на собрании акционеров. В отличие от американской классификации привилегированных акций в Германии выделяют три основных вида таких акций:

- с преимуществами в праве голоса (многоголосые), которые выпускаются крайне редко, с разрешения министра экономики федеральной земли и только в том случае, если данное предприятие имеет особое значение для экономики страны в целом;
- с увеличенным дивидендом, который выплачивается раньше, чем по обыкновенным акциям, и если он не выплачивался в какой-либо период времени, то доплачивается в последующие более благоприятные годы;
- с правом требования большей части в ликвидационной сумме при прекращении деятельности предприятия. Эти акции **имс-**

ют преимущественное удовлетворение требований по части ликвидационной суммы по сравнению с обыкновенными при закрытии, банкротстве и слиянии компаний.

По объему выпускаемых привилегированных акций имеются определенные ограничения: их общая номинальная **стоимость** не должна превышать суммарную стоимость обыкновенных акций. В то же время на их долю приходится всего лишь 10–20% продаваемых на бирже акций.

По времени эмиссии различают новые («молодые»), выпущенные в целях увеличения собственного капитала, и «старые» акции, которые уже находились в обращении до последнего увеличения собственного капитала. Различие между ними заключается в разнице котировок и размерах дивидендов. Дивиденд по новым акциям выплачивается только за период их обращения. Как правило, акции этих видов такое различие имеют в первый год эмиссии «молодых» акций. По окончании первого года они становятся идентичными.

Выделяют также частично оплаченные акции, эмиссия которых разрешается только страховым компаниям; это акции, 25% стоимости которых должно быть сразу оплачено инвестором, остальная часть — по его усмотрению, но акционером он может стать только в случае полной оплаты стоимости акций. Акции с особыми правами имеют черты и акции и облигации, т.е. по ним определяется минимальный размер начисляемого процента, выплачивается дивиденд, предоставляется право участия в ликвидационной выручке компании. Такие акции имеют неоспоримые преимущества для эмитента, так как дивидендные выплаты относятся к издержкам, что уменьшает налогооблагаемую прибыль. Персональные акции являются ценными бумагами, выпускаемыми акционерными компаниями в целях увеличения своего основного капитала и предлагаемыми своим сотрудникам на льготных условиях. Владелец этой акции имеет право на своевременное получение дивидендов, обладает правом голоса, но не имеет права ее продажи в течение шести лет.

Как финансовый инструмент акции занимают в экономике Германии второстепенное значение, на них приходится 40% рынка ценных бумаг. Эмитенты и инвесторы не видят в акциях особых преимуществ: инвесторы оценивают акции как недостаточно информативную, рискованную и спекулятивную форму вклада, не дающего достаточных гарантий, а эмитенты в силу высокой развитости банковской системы предпочитают привлекать капитал за счет кредитов.

Облигации. Значительное место среди ценных бумаг занимают облигации, которые составляют 60% рынка ценных бумаг. На рынке ценных бумаг Германии обращаются банковские облигации, на которые приходится более 50% рынка долговых обязательств, государст-

венные облигации (37%), облигации иностранных эмитентов (около 13%) и корпоративные облигации, на которые приходится около 2% (рис. 12.3). Общий объем рынка облигаций составляет 2942 млрд евро.

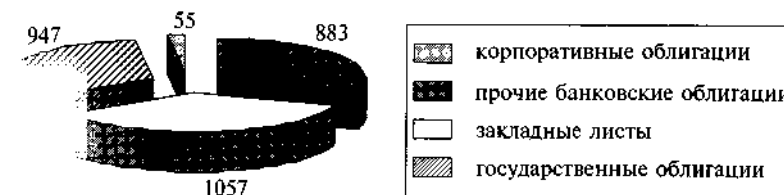


Рис. 12.3. Структура рынка облигаций Германии в 2003 г., млрд евро

Банковские долговые обязательства подразделяются на ипотечные (3% рынка банковских облигаций), долговые обязательства специализированных кредитных институтов (14%), прочие банковские обязательства (28%), ипотечные листы государственных кредитных учреждений (45%).

Ипотечные облигации включают в себя ипотечные долговые обязательства и закладные листы, в том числе специальные облигации (**Pfandbriefe**). Они выпускаются несколькими типами банков, в первую очередь специализированными ипотечными банками для финансирования кредитов на жилищное и производственное строительство и ссуд государственным органам (правительствам земель) в форме именных или предъявительских ценных бумаг сроком от 2 до 10 лет, но чаще на **5–10** лет. Эти ценные бумаги досрочно не выкупаются и не имеют ограничений по применению. Операции с ними регулируются Законом «Об ипотечных банках». В соответствии с этим законом закладные листы могут быть размещены при содействии банка территориальных земель, **жироцентральной** и специализированных кредитных учреждений. Закладные листы обеспечены недвижимостью с записью залога в специальном земельном реестре; это ценные бумаги высшей категории качества. Тем не менее закладные листы не пользовались особой популярностью у иностранных инвесторов, и в целях привлечения иностранных инвесторов с **1995** г. кредитные институты разработали программу их «оздоровления» (Fitnessprogramm). Эта программа предполагала эмиссию ипотечных займов в большом количестве, разработку ипотечного индекса PEX (**Pfandbriefindex**) и индекса ипотечной конъюнктуры PEXP (**Pfandbriefperformanceindex**), расширение компьютерной торговой системы ипотечных займов (IBIS-R), а также расширение информации о закладных листах в англоязычном журнале **«Pfandbrief-news»**. Совокупность этих мероприятий позволила привлечь иностранные компании на рынок закладных листов. В настоящее время закладные листы эмитируются 22 частными ипотечными банками, 17 органи-

зациями публичного права, из них тремя сберегательными кассами. Основная масса закладных листов (75%) обеспечена кредитами органов власти, а на ипотечные кредиты приходится лишь 25%¹.

Долговые обязательства специализированных кредитных институтов — Кредитного института по восстановлению экономики, Немецкого расчетного банка — эмитируются на срок от 2 до 10 лет в целях рефинансирования специализированных программ. Они выпускаются с фиксированным процентом, хотя в последние годы ряд займов был выпущен с плавающим процентом и в небольшом количестве с нулевым купоном; они подлежат погашению по истечении срока действия и могут приобретаться любым лицом без ограничения. Такие ценные бумаги обладают невысокой ликвидностью.

Прочие банковские долговые обязательства представляют собой обязательства банков и **жироцентралей** и включают в себя предъявительские долговые обязательства, конвертируемые и опционные займы. Обязательства банков выпускаются на срок до 10 лет с фиксированным процентом, обращаются на внебиржевом рынке и могут **быть** приобретены любым лицом. Помимо предъявительских ценных бумаг выпускаются именные, которые приобретаются страховыми компаниями и вкладчиками. Среди всех именных облигаций 80% выпускаются ипотечными банками. Опционные и конвертируемые займы — это долговые обязательства со специальными правами. Их эмиссия требует согласия акционеров, а сумма не должна превышать основного капитала. К ним относятся существующие с 1985 г. обязательства с плавающей процентной ставкой (floaters) и нулевым купоном, которые имеют связь с текущей процентной ставкой, рассчитываемой на базе ЛИБОР и ФИБОР, и обратные обязательства (reverse floaters). Они появились в 1993 г., а начисляемые по ним проценты определяются разницей между номинальной процентной ставкой и базисной (ФИБОР, ЛИБОР).

Предприятия выпускают коммерческие ценные бумаги, которые представляют собой размещаемые кредитными институтами долговые обязательства сроком от 7 дней до 2 лет (чаще встречаются со сроком от 1 до 3 месяцев); ценные бумаги с особыми правами и долговые листы как среднесрочные и долгосрочные ценные бумаги со сроком погашения от 2 до 10 лет.

Рынок государственных ценных бумаг Германии. Это крупнейший международный рынок правительственных обязательств после США, Японии и Великобритании. Его отличительная особенность состоит в том, что он по своему объему не превышает рынка остальных типов долговых фондовых инструментов, но значительно превышает рынок акций. Другая важная черта рынка государственных облигаций

¹ Рынок ценных бумаг. 2004. № 14.

Германии — единый статус и универсальность правил совершения операций с разными видами правительственных долговых инструментов. Эмитенты государственных ценных бумаг — правительство, система специальных служб (железнодорожные органы, почта), правительства земель, органы местной власти (общины и коммуны), но основной заемщик — Федеральное правительство, на которое приходится до 80% всего рынка государственных ценных бумаг, 9,6% приходится на эмиссии федеральных земель, а доля займов, эмитируемых муниципалитетами, составляет 0,1%. Крупным государственным эмитентом была Федеральная почта, на которую приходилось до 8% всех займов, но в связи с ее приватизацией государство теперь не несет ответственности за долговые обязательства, выпускаемые ее преемниками, однако за имеющиеся в обращении займы бывшей Федеральной почты государство по-прежнему отвечает своим именем, имуществом и налоговыми поступлениями. Еще один крупный эмитент — специальные государственные фонды (10%), к которым относят Фонд погашения долгов (**Erblastentilgungsfonds**), Немецкое единство (Deutsche Einheit) и Фонд по **оздоровлению** европейской экономики (Recovery Program, ERP).

Благодаря активной политике правительства по размещению ценных бумаг значение сектора государственных облигаций постоянно возрастает. К наиболее распространенным государственным ценным бумагам относятся: долгосрочные (bunds) и среднесрочные (**bobls**) облигации федерального правительства; долгосрочные (10 лет) и среднесрочные (45 лет) поштучные облигации; правительственные ноты, выпуск которых был временно приостановлен в сентябре 1994 г.; облигации специализированных фондов (например, Совета по опеке над государственными предприятиями бывшей ГДР); муниципальные облигации — железнодорожные, почтовые и др. В 1996 г. государство впервые выпустило новые краткосрочные инструменты фондового рынка — федеральные казначейские обязательства сроком действия 6 месяцев (**Pubillis**). С 1997 г. началось применение **«стриппинга»**, т.е. раздельной торговли капитала и процентов по нему по 10- и 30-летним федеральным займам. Обращаются в большом количестве и еврооблигации. В январе 1997 г. в Германии были впервые выпущены параллельные облигации, деноминированные в немецких марках и французских франках (табл. 12.2). Все государственные ценные бумаги эмитируются только в безналичной (бездокументарной) форме, являются гарантированными, застрахованными, учитываемыми • Bundesbank и приемлемыми для проведения им операций на **откры-** том рынке. Эмиссия федеральных займов осуществляется с приме- нением консорциального и тендерного методов, проценты по ним выплачиваются раз в год, если ставка фиксирована, и 2 раза в год, если ставка плавающая.

Таблица 12.2. Рынок государственных ценных бумаг Германии

Эмитент	Краткосрочные (казначейские бумаги)	Среднесрочные (облигации)	Долгосрочные (займы)
Федеральные органы власти:			
рыночные ценные бумаги	Казначейские сертификаты (от 6 мес. до 2 лет)	Федеральные облигации (5 лет)	Облигации ФРГ (до 30 лет)
нерыночные ценные бумаги	Казначейские обязательства (на 1—2 года)	Сберегательные облигации (6—7 лет)	
Муниципальные органы власти		Долговые сертификаты и облигации земель, городов (1—10 лет)	
Организации, связанные с правительством		Долговые сертификаты и облигации Федеральной почтовой и железнодорожной служб	

Остановимся подробнее на некоторых основных видах государственных ценных бумаг (табл. 12.3).

Облигации ФРГ — долгосрочные ценные бумаги со сроком погашения от 5 до 40 лет; это наиболее ликвидные и качественные бумаги среди всех долговых инструментов государства. Первый выпуск таких ценных бумаг был осуществлен в 1952 г. С 1972 г. они эмитируются только в безбумажной форме, их движение отражается в Федеральном долговом регистре. Выпускаются облигации несколько раз в год. Выплачиваемый по ним процентный доход фиксирован и не облагается налогом. Это делает их привлекательными для многих инвесторов: немецких и зарубежных банков, страховых компаний, инвестиционных фондов, частных лиц, иностранных правительств и учреждений.

Федеральные облигации — это обязательства государства, которые выпускаются с 1979 г. сроком на 5 лет преимущественно для населения. Они также существуют в безбумажной форме, т.е. в форме записей в Федеральном долговом регистре; 90% всех облигаций выпускаются на предъявителя. Эти ценные бумаги относятся к рыночным, они котируются на фондовых биржах, а также достаточно интенсивно обращаются во внебиржевом обороте на международном фондовом рынке, прежде всего в Великобритании. Именные облигации обращаются только на внебиржевом рынке. Федеральные облигации выпускаются федеральным консорциумом, состоящим примерно из 100 немецких и иностранных банков, активно осуществляющих операции на фондовом рынке. Немецкий федеральный банк играет в консорциуме ведущую роль, покупая около 20% облигаций каждого выпуска в целях осуществления интервенции на фондовых биржах. Размещение облигаций осуществляется тендерным способом американским методом, т.е. без посредника.

Таблица 12.3. Характеристика государственных ценных бумаг

Характеристика	Облигации ФРГ	Федеральные облигации	Казначейские обязательства	Беспроцентные казначейские обязательства	Федеральные сертификаты	Казначейские финансовые обязательства
Способ эмиссии	Тендер	Тендер	Тендер	Тендер	Непрерывная эмиссия	Непрерывная эмиссия
Достоинство, евро	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Минимальная цена на аукционе, евро	1 Mio	1 Mio	1 Mio	1 Mio	50	500 (max, 250 000 на одного держателя)
Начисление процентов	Ежегодно	Ежегодно	Ежегодно	Дисконтные	Тип А — ежегодно Тип Б — накопительные	Дисконтные
Срок	10 лет, 30 лет	5 лет	2 года	6 месяцев	Тип А — 6 лет Тип Б — 7 лет	1 год и 2 года
Выкуп	По номиналу	По номиналу	По номиналу	По номиналу	Тип А — по номиналу Тип Б — накопительная стоимость (номинал + проценты)	По номиналу
Покупатели	Любые (первая эмиссия только участникам аукциона федеральной эмиссии) На вторичном рынке в любое время	Любые (первая эмиссия только участникам аукциона федеральной эмиссии) На вторичном рынке в любое время	Любые (первая эмиссия только участникам аукциона федеральной эмиссии) На вторичном рынке в любое время	Любые (первая эмиссия только участникам аукциона федеральной эмиссии) На вторичном рынке в любое время	Физические лица	Любые, кроме кредитных институтов
Продажа и долгосрочный выкуп					Преждевременное погашение возможно только после первого года до 5000 евро на каждого заемщика в течение 30-дневного процентного периода	Невозможно

Характеристика	Облигации ФРГ	Федеральные облигации	Казначейские обязательства	Беспроцентные казначейские обязательства	Федеральные сертификаты	Казначейские финансовые обязательства
Место продажи	Кредитные институты	Кредитные институты. Финансовые агенты	Кредитные институты	Кредитные институты	Кредитные институты. Финансовые агенты	Кредитные институты. Финансовые агенты
Хранение, управление	Кредитные институты. Финансовые агенты	Кредитные институты. Финансовые агенты	Кредитные институты. Финансовые агенты	Кредитные институты. Финансовые агенты	Кредитные институты. Финансовые агенты	Кредитные институты. Финансовые агенты
Доходы	Комиссия за осуществление банковских операций	Комиссия за осуществление банковских операций	Комиссия за осуществление банковских операций	Комиссия за осуществление банковских операций	Комиссия за осуществление банковских операций	Комиссия за осуществление банковских операций
Реализация	Комиссия за осуществление банковских операций	Комиссия за осуществление банковских операций	Комиссия за осуществление банковских операций	Комиссия за осуществление банковских операций	Комиссия за осуществление банковских операций	Комиссия за осуществление банковских операций
Выплаты по окончании срока	Бесплатно	Бесплатно	Бесплатно	Бесплатно	Бесплатно	Бесплатно
Управление через кредитные институты, финансовых агентов	Для финансовых агентов	Для финансовых агентов	Для финансовых агентов	Для финансовых агентов	Для финансовых агентов	Для финансовых агентов
	Плата за хранение ценных бумаг	Плата за хранение ценных бумаг	Плата за хранение ценных бумаг	Плата за хранение ценных бумаг	Плата за хранение ценных бумаг	Плата за хранение ценных бумаг
	Бесплатно	Бесплатно	Бесплатно	Бесплатно	Бесплатно	Бесплатно

Федеральные кассовые облигации являются среднесрочными долговыми инструментами, выпускаются на срок от 3 до 7 лет в безбумажной форме и существуют в форме записей в Федеральной долговой книге. Биржевой оборот этих ценных бумаг незначителен, но внебиржевая торговля ими ведется достаточно активно.

Долговые сертификаты выпускаются государственными федеральными органами, местными органами власти, правительствами земель, почтовыми и железнодорожными службами и относятся к **средне-** и долгосрочным ценным бумагам. По форме и условиям реализации они схожи с контрактами на получение кредита, но имеют самостоятельную стоимость и могут с определенными ограничениями обращаться на фондовом рынке, что позволяет относить их к ценным бумагам. Долговые сертификаты **продаются** только банкам, которые хранят их в сейфах, а на их основе выдают кредиты эмитентам, причем сами банки, как правило, денег не дают, а ищут кредитора на стороне, выполняя функции посредника между кредитором и заемщиком.

Казначейские обязательства относятся к краткосрочным ценным бумагам со сроком погашения 2 года. Они имеют фиксированный доход и котируются на бирже. С 1996 г. государство поквартально проводит их эмиссию.

Сберегательные сертификаты выпускаются в Германии с 1969 г. при содействии кредитных институтов. Они бывают двух видов, А и В, и отличаются сроком обращения, начислением и выплатой процентов по ним. По сертификатам вида А выплата процентов осуществляется ежегодно, срок действия 6 лет, вида В — проценты аккумулируются и выплачиваются общей суммой в момент погашения, при этом ставка процента увеличивается ежегодно по тарифной шкале, срок погашения 7 лет. Покупателями могут быть только частные лица, а также общественные, религиозные и благотворительные организации. Преждевременное погашение этих ценных бумаг исключается. Они относятся к нерыночным, не котируются на фондовых биржах и не обращаются на вторичных рынках.

Казначейские финансовые обязательства представляют собой дисконтные ценные бумаги, ориентированные на мелких инвесторов. В принципе любой субъект, за исключением кредитных учреждений и нерезидентов (физических и юридических лиц), имеет возможность приобрести ценные бумаги этого вида. Казначейские финансовые обязательства не могут быть возвращены до срока их погашения или проданы после их покупки, поэтому вторичный рынок этого долгового инструмента отсутствует.

Беспроцентные казначейские сертификаты, или дисконтные ценные бумаги, — краткосрочные, выпускаются на срок от 6 месяцев

до 2 лет, погашаются по номиналу и бывают двух видов. Сертификаты первого вида выпускаются нерегулярно, сроком от 3 месяцев до 2 лет тендерным методом. Преждевременное погашение таких сертификатов не допускается, они не котируются на бирже, рассчитаны на институциональных инвесторов. Сертификаты другого вида выпускаются в целях удовлетворения потребности федерального правительства в заемных средствах сроком до одного года (однако чаще на 6 месяцев) и не возвращаются Федеральному банку после их приобретения до момента погашения. Эмиссия осуществляется поквартально тендерным методом для кредитных институтов, имеющих счет в Федеральном земельном банке. Минимальная стоимость покупки — 1 млн евро. Они не котируются на бирже, а Bundesbank не принимает участия на вторичном рынке. Покупателями таких сертификатов могут быть и зарубежные инвесторы.

Для регулирования ликвидности банковской системы Bundesbank выпускает *казначейские векселя* — дисконтные ценные бумаги, которые могут быть выкуплены им обратно в любое время.

Выпуск государственных ценных бумаг координируется Экономическим советом государственных властей, в который входят министр экономики, министр финансов, представители земель и четыре представителя местных органов власти. Представитель Федерального банка принимает участие в работе Совета с правом совещательного голоса. Совет принимает решения о целесообразности выпуска облигаций теми или иными органами власти с учетом текущего состояния рыночной конъюнктуры, чтобы избежать перегрузки рынка.

Помимо классических ценных бумаг, акций и облигаций на рынке ценных бумаг имеют хождение производные ценные бумага, к которым относят разнообразные опционы и фьючерсы. Наиболее распространены фьючерсы на базе акций, **DAХ-фьючерсы**, опционы на базе акций, **DAХ-опционы**, фьючерсы на базе федеральных займов (**BUND-фьючерсы**), фьючерсы на базе среднесрочных облигаций (**BOBL-фьючерсы**), **ЛИБОР-фьючерсы**, опционы на базе BUND-и BOBL-фьючерсов.

12.4. Государственное регулирование рынка ценных бумаг

Несмотря на ряд мер, принятых в последние годы (табл. 12.4), система регулирования рынка ценных бумаг Германии значительно слабее, чем в других странах.

Незначительность регулирования процесса инвестиционной деятельности объяснялась следующими факторами: небольшим количеством компаний, занимающихся деятельностью по размещению

ценных бумаг (в основном это были крупные коммерческие банки); полным доминированием на рынке институциональных инвесторов; в целом неразвитостью рынка ценных бумаг.

Таблица 12.4. Регулирование рынка **ценных** бумаг США, Великобритании и Германии

Характеристика	США	Великобритания	Германия
Степень регулирования	Жесткое, высокий уровень контроля и надзора за участниками	Мягкое	Минимальное, низкий уровень надзора и контроля
Роль государства	Единственная регулирующая организация	До 1998 г. свободно регулируемые организации	Формально регулируется государством
Роль свободно регулируемых организаций	Фактически следят за выполнением законов	После 1998 г. регулирование ими не осуществлялось	Никогда не изменялась
Возможность совмещения профессиональной деятельности	До 1999 г. коммерческим банкам было запрещено заниматься инвестиционной деятельностью	Законодательно нет, но негласно до 1980-х годов такие запреты были	Коммерческим банкам разрешено сочетать все виды операций, включая операции на рынке ценных бумаг
Число регулируемых органов	Четыре	До 1998 г. девять, затем три	Два
Организационно-правовая форма деятельности	Любая	Любая	Только акционерная
Основной акцент в регулировании	Раскрытие информации, внутренняя структура управления, внутренний контроль	Соблюдение нормативов достаточности капитала	Соблюдение нормативов достаточности капитала

Вплоть до 1990-х годов в Германии не было федерального закона, регулирующего фондовый рынок, а существовали лишь правила, установленные в 1970 г. и дополненные в 1988 г. Они были приняты широким кругом банков и другими участниками бирж. Однако частые скандалы на фондовом рынке дискредитировали эту модель, и в январе 1992 г. федеральное правительство вынесло на обсуждение проект закона о системах регулирования и наблюдения на рынке Ценных бумаг, который вместе с законодательством Европейского Союза мог обеспечить на первое время удовлетворительную систему

регулирования рынка ценных бумаг. В июле 1993 г. Федеральное министерство финансов представило дискуссионный проект нового законодательства, которое можно было назвать вторым законом развития финансового рынка. В нем особое место занимал новый закон о торговле ценными бумагами и дополнения к закону о фондовых биржах. В последующем были приняты третий и четвертый законы развития финансового рынка в 1998 и 2002 гг. Большую помощь в урегулировании биржевой торговли оказал принятый в 2002 г. новый закон о биржах.

Традиционно регулирование фондового рынка Германии было децентрализовано и осуществлялось специальными земельными органами, подчиненными Министерству экономики той или иной земли. Поскольку ведущий финансовый центр Германии — Франкфурт-на-Майне, то главный земельный орган регулирования рынка ценных бумаг — статс-комиссариат — находился именно там. После же принятия указанных законов и прежде всего в новом законодательстве были отражены вопросы создания федерального органа наблюдения за рынком ценных бумаг; введения ряда запретов на внутренние операции с ценными бумагами; улучшения прозрачности рынков ценных бумаг путем более строгих нотификаций и раскрытия информации по требованию главных держателей акций зарегистрированных компаний; установления правил поведения инвестиционных служб, включая обязанность действовать в интересах клиента; усиления наблюдения за фондовой биржей в федеральных землях.

В одном из основных законодательных актов — Законе о торговле ценными бумагами (1994 г.) была установлена система контроля за операциями с ценными бумагами, выделено несколько уровней контроля за фондовым рынком.

1. *Федеральный уровень*, на котором контроль осуществляется Федеральным ведомством по надзору за торговлей ценными бумагами (Bundesamt für Wertpapiere). Основные задачи этого ведомства: контроль за проведением внутренних операций на фондовом рынке; контроль за правильностью публикаций отчетности компаний-эмитентов или компаний, чьи ценные бумаги котируются на бирже; контроль за соблюдением правил поведения участников фондового рынка; международное сотрудничество при обсуждении проблем контроля за торговлей ценными бумагами. Федеральное ведомство по надзору за торговлей ценными бумагами самостоятельно осуществляет деятельность в пределах своих полномочий и подчинено Министерству финансов. Финансирование **Федерального** ведомства осуществляется за счет профессиональных участников рынка ценных бумаг. Функции совещательного органа выполняет Совет по ценным бумагам, основной целью которого является пресечение нару-

шений на рынке ценных бумаг. Для этого он осуществляет контроль за сделками с ценными бумагами на биржевом и внебиржевом рынках; собирает дополнительную информацию о совершенных сделках и их участниках; сотрудничает с иностранными органами надзора; передает дела в прокуратуру в случае выявления нарушений законодательства; контролирует и консультирует Федеральное агентство при подготовке нормативных актов, при осуществлении надзора за биржевыми и рыночными структурами и по иным вопросам. В Совет по ценным бумагам входят по одному представителю от каждой земли.

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

3. *Биржевой уровень* представлен отделами по контролю за торговлей ценными бумагами (Handelsüberwachungsstellen), которые формируются на самой бирже. Члены отдела назначаются Советом биржи по предложению ее руководства и с согласия соответствующего учреждения по надзору за биржами. Отдел по контролю за торговлей ценными бумагами осуществляет текущее наблюдение за операциями с ценными бумагами, а именно: собирает данные о биржевых операциях, контролирует правильность котировок, наблюдает за соблюдением биржевых обычаев и выполняет ряд других функций.

4. *Банковский уровень* представлен отделами по контролю за операциями с ценными бумагами. Основной функцией таких отделов является управление потоками информации и надзор за надлежащим поведением служащих, занятых операциями с ценными бумагами. Контрольные службы уже созданы в крупных коммерческих банках Deutsche Bank, Deutscher Bank, Commerz Bank, создаются в небольших и средних немецких банках. Объект контроля этих служб — операции не только с ценными бумагами, но и с валютой, драгоценными металлами, производными финансовыми инструмен-

тами. Контроль осуществляется путем отслеживания состояния личных счетов сотрудников и счетов, переданных сотрудниками в траст (текущих и счета депо). Для контроля за распространением информации и надзора за деятельностью собственных сотрудников коммерческие банки используют различные инструменты: создание реестров — списков ценных бумаг, информация по которым подлежит особому контролю, и зон доверия — ограничения хождения информации по банку. За информацией по ценным бумагам, внесенным в реестр, осуществляет жесткий контроль. На них могут быть наложены ограничения для пресечения и ненадлежащего использования закрытой информации. Выделяют реестр отслеживания — закрытый для большинства сотрудников список ценных бумаг, о котором в банке имеется информация, способная повлиять на их курсы и создать конфликт в банке. Стоп-реестр — открытый список ценных бумаг, на операции с которыми коммерческий банк налагает ограничения. Зоны доверия служат инструментом контроля. Контрольная служба осуществляет надзор за тем, чтобы работники функциональных подразделений банка сохраняли конфиденциальность информации при совершении операций с ценными бумагами.

В соответствии с законом о бирже наблюдение за деятельностью фондовой биржи осуществляет правительство земли, на территории которой она расположена. От имени правительства, как правило, действует Управление наблюдения за фондовой биржей в составе Министерства экономики конкретной земли. Само же правительство не занимается наблюдением (или регулированием) рынков, а лишь одобряет правила их саморегулирования. Деятельностью фондовых бирж в Германии руководят Комиссия по вопросам допуска ценных бумаг и котировки, Палата маклеров и правление биржи.

Контроль за деятельностью региональных и местных органов власти по выпуску муниципальных ценных бумаг осуществляется ими самими и под их ответственность. Однако при этом должны соблюдаться следующие условия. От администрации всех уровней при подготовке выпуска долговых обязательств требуется представление сбалансированного муниципального бюджета на текущий год с указанием максимальной суммы заимствований и плана на следующий год. Муниципалитет представляет бюджет для одобрения в администрацию земли, а та должна утвердить его в правительстве. Размещение займов федеральных земель осуществляется только в соответствии с их пятилетними финансовыми планами. Для финансирования текущих расходов заимствования запрещены, они могут быть осуществлены только в инвестиционных целях или для покрытия сезонных колебаний.

В настоящее время в Германии сложилась многозвенная система регулирования фондового рынка. Традиционно контроль за соблюдением честных правил торговли осуществляется специальными подразделениями в министерствах экономики федеральных земель, где находится та или иная биржа. Надзором за соблюдением банками (а сейчас — и небанковскими компаниями) требований по размеру капитала, структуре активов и пассивов занимается Надзорное управление за кредитными учреждениями, подчиненное Министерству финансов. Если до 1994 г. в ФРГ не было даже Комиссии по рынку ценных бумаг, то в 1995 г., после объединения Европы, Германия приняла Закон о содействии развитию финансового рынка, который включал Закон о торговле ценными бумагами. Согласно этому закону в Германии был учрежден первый Федеральный орган по контролю за торговлей ценными бумагами. Основными профессиональными участниками рынка ценных бумаг в Германии являются банки, поэтому важную роль в деле регулирования всегда играл основной банковский надзорный орган — Федеральная надзорная палата над банками. Таким образом, в Германии существует множественность органов государственного регулирования по направлениям деятельности, когда профессиональные участники вынуждены отчитываться перед несколькими контролирующими органами одновременно.

В настоящее время происходит формирование единой системы негосударственного регулирования финансового рынка Европейского Союза, направленное на повышение эффективности функционирования европейского фондового рынка. Эти изменения затрагивают и определенным образом корректируют механизмы государственного управления рынка ценных бумаг стран — членов ЕС.

Рынок ценных бумаг Великобритании

13.1. Структура рынка

Британский рынок ценных бумаг — традиционно один из главных элементов кредитно-финансовой системы страны. До Первой мировой войны он лидировал по объему денежного оборота, уступив затем США. Мощную конкуренцию Великобритании сегодня составляют Япония и другие страны. Денационализация государственного сектора экономики после Второй мировой войны, особенно в 1980—1990-х годах, способствовала развитию современного фондового рынка, в частности биржевой капитализации частного сектора экономики страны.

Доля фондового рынка Великобритании в 2001 г. в совокупном объеме мирового оборота ценных бумаг составила 6%, т.е. третье место в мире. Для сравнения: этот же показатель в США достигал 48 и в Японии — 13%. Доля страны в мировом совокупном объеме задолженности по долговым ценным бумагам достигла 4,4% (США — 45,2, Япония — 18%). Долговые ценные бумаги занимали 44% совокупного стоимостного оборота страны, а акции — 56%¹. В настоящее время эти пропорции изменились незначительно.

Изменение доли британского рынка акций в совокупной мировой капитализации (совокупной **курсовой** стоимости всех выпущенных акций компаний, имеющих регулярную котировку) в сопоставлении с отдельными развитыми странами видно из табл. 11.1.

Структура рынка ценных бумаг Великобритании включает первичный и вторичный рынки, а также множество рынков по видам фондовых инструментов и операций, которые здесь значительно разнообразнее, чем в других странах.

Первичное размещение государственных облигаций осуществляется как публичной подпиской (аукцион), так и закрытым **предложе-**

нием (тендер). Корпоративные облигации размещаются главным образом в форме тендера. Первичное размещение акций регламентируется Законом о компаниях.

Особенность эмиссии ценных бумаг в Великобритании — преимущественный выпуск именных акций и облигаций.

На первичном рынке широко развито размещение финансовых инструментов.

Вторичный оборот государственных облигаций происходит на Лондонской фондовой бирже, в настоящее время объединившейся с Немецкой биржей, расположенной во Франкфурте-на-Майне. Мелкие инвесторы могут проводить незначительные операции с этими инструментами через систему почтовых учреждений страны.

Перепродаются акции в основном на фондовых биржах в ходе срочных операций. Акции иностранного происхождения, имеющие широкое хождение в стране, хранятся в специальных депозитариях уполномоченных на это кредитных учреждений. Объем оборота корпоративных облигаций здесь существенно ниже; сделки с корпоративными и государственными облигациями сопровождаются кассовыми операциями.

В стране широко развита биржевая торговля производными бумагами (деривативами) и финансовыми инструментами. На Лондонской фондовой бирже обращается существенное количество иностранных бумаг. Здесь же существует и незначительный по объему оборота альтернативный рынок акций. На бирже используется электронная автоматизированная система совершения сделок. С 1996 г. в Лондоне функционирует автоматизированная компьютерная система **Trade Point**, имеющая статус фондовой биржи. Она проводит котировку тех же акций, что и Лондонская фондовая биржа, однако доля ее оборота составляет менее 1%.

13.2. Обращение ценных бумаг

Рынок государственных облигаций Великобритании достаточно емок и сопоставим по объему оборота с аналогичным рынком в США. Государственные обязательства занимают до 90% совокупного объема внутренних заимствований. Их структура, как и американская, включает три сегмента: краткосрочный — погашение облигаций через 5 лет; среднесрочный — 5—15 лет; долгосрочный — 15—30 лет. К последнему сегменту относятся также бессрочные государственные облигации.

Отнесение облигаций к тому или иному сегменту осуществляется по времени, фактически остающемуся до погашения данной бумаги. В этом заключается особенность классификации государственных

¹ **Рубцов Б.Б.** Мировые рынки ценных бумаг. С. 19.

ных облигаций Великобритании по временному признаку. В прошлом это было важно **для** дифференциации налогообложения.

Особенность британского рынка государственных облигаций — наличие у некоторых бумаг срока погашения, определенного не конкретной датой, а интервалом времени. Правительство в этом случае может варьировать срок погашения в зависимости от конъюнктуры рынка.

По целевому назначению государственные займы делятся на казначейские, финансовые, военные, конверсионные, консолидированные и т.д. Существуют также краткосрочные конвертируемые облигации, позволяющие в обусловленное время обменять их на долгосрочные государственные бумаги. В Великобритании популярны **индексированные** облигации, процентная ставка которых привязана к индексу цен основных потребительских товаров и превышает текущие темпы инфляции на **2—4%**. Также имеют хождение дисконтные краткосрочные векселя, выпускаемые Банком Англии на **3—6** месяцев. Это предъявительские ценные бумаги номинальной стоимостью от 5 тыс. ф. ст. и выше; они предназначены для юридических и физических лиц; минимальная сумма заявки на еженедельно проводимых торгах составляет 50 тыс. ф. ст. Для пополнения валютных резервов Банк Англии выпускал также краткосрочные казначейские векселя, среднесрочные казначейские ноты и облигации, номинированные в ЭКЮ (теперь в евро).

Долгосрочные и среднесрочные государственные ценные бумаги Великобритании традиционно называют золотообрезными облигациями, поскольку они обрамляются золотой каймой.

Купонный доход по государственным облигациям обычно выплачивается дважды в год и лишь по бессрочным облигациям — раз в квартал. Золотообрезные облигации эмитируются как в бездокументарной, так и в бумажной форме.

Операции с государственными бумагами проводит Депозитно-клиринговый центр Банка Англии. Сделки по ним заключаются преимущественно маркет-мейкерами с использованием электронных торговых систем и телефонных каналов связи. **Маркет-мейкеры** по золотообрезным облигациям (gilt-edged market makers, GEMMs) для проведения операций получают специальную лицензию Банка Англии и представляют собой самостоятельные (имеющие собственный капитал) подразделения компаний, работающих на рынке с другими видами ценных бумаг. В отличие от прочих участников рынка они имеют право быть прямыми контрагентами Банка Англии, который ежедневно контролирует достаточность их капитала. Операции на рынке государственных ценных бумаг контролирует Лондонская биржа.

На первичном рынке государственные облигации размещаются путем либо публичной подписки, либо закрытого предложения (тендера) маркет-мейкером по золотообрезным облигациям. Публичная подписка может осуществляться путем аукциона и тендера.

Аукционное размещение характерно для крупных выпусков облигаций. Ему предшествуют сообщения в средствах массовой информации о деталях предстоящей эмиссии. Организатор аукционов — Центральное управление золотообрезных облигаций Банка Англии — принимает конкурентные и неконкурентные заявки участников. Минимальный объем первых устанавливается в размере 500 тыс. ф. ст., а вторых — от 1 тыс. до 500 тыс. ф. ст. Удовлетворение конкурентных заявок происходит по ценам заявителей, поэтому часть их может быть удовлетворена не полностью вследствие недостаточности количества выставленных на аукцион облигаций.

Неконкурентные заявки удовлетворяются по средневзвешенной цене удовлетворенных ранее конкурентных заявок. Нереализованные облигации остаются в портфеле Банка Англии. Практикуются также обратные аукционы, когда Банк Англии скупает государственные обязательства (в основном у маркет-мейкеров по золотообрезным облигациям).

При тендерном размещении Банк Англии на основании поступивших заявок устанавливает единую цену продажи облигаций. В этом случае часть заявок может также оказаться удовлетворенной не полностью. Реализация очередных эмиссий государственных ценных бумаг происходит с использованием современных электронных систем расчетов и поставок.

На следующий день после завершения очередного первичного размещения государственных облигаций начинаются вторичные торги по этим бумагам. Они происходят на Лондонской фондовой бирже; их главные участники — **маркет-мейкеры** по золотообрезным облигациям, более половины которых представляют иностранные кредитно-финансовые организации.

К числу других участников вторичного рынка государственных облигаций относятся **брокерско-дилерские** учреждения, которые осуществляют для своих клиентов куплю-продажу облигаций через маркет-мейкеров, а также могут проводить операции за свой счет.

Результаты этих операций Банк Англии регистрирует в реестре.

Незначительную долю участников вторичного рынка составляют мелкие инвесторы, преимущественно физические лица. Они могут за **небольшое** вознаграждение покупать (в том числе и на первичном рынке) и продавать государственные облигации через систему почтовых учреждений страны. Эти операции регистрируются, как правило, Департаментом национальных сбережений.

Таким образом, в Великобритании существует двойственная система купли-продажи государственных облигаций на вторичном рынке. Современный ежегодный объем их оборота оценивается в 5 млрд ф. ст., что в несколько раз превышает размер оборота акций.

Получаемый по государственным облигациям процентный доход облагается подоходным налогом на общих основаниях. Доходы пенсионных фондов и благотворительных союзов, а также иностранных инвесторов законодательно освобождены от подоходного налога. Кроме того, все владельцы золотообрезных облигаций освобождены от налога на прирост капитала.

Рынок акций Великобритании по стоимостному обороту в настоящее время удерживает третье место в мире после США и Японии. В стране насчитывается более 10 млн акционеров, что во многом обусловлено проведенной в 1980-е годы приватизацией государственной собственности. Правовой основой эмиссии акций традиционно служит Закон о компаниях в редакции 1985, 1989 гг. Главный орган контроля и регулирования фондового рынка страны — Совет по финансовым услугам. Основной объем торговли акциями здесь сосредоточен на фондовых биржах, хотя они по закону не являются монополистами этих операций.

На рынке обращаются обыкновенные и привилегированные акции, производные от акций ценные бумаги, а также инструменты коллективного инвестирования.

Обыкновенные акции, — как правило, именные бумаги, они обязательно номинируются. Их нарицательная стоимость может составлять 25, 50, 100 пенсов и т.д.¹

Каждая обыкновенная акция предоставляет владельцу право одного голоса на собрании акционеров; отдельные эмитенты устанавливают уменьшение голосов с ростом числа акций. Держатели обыкновенных акций помимо права голоса наделены также правом получения части прибыли в **виде** дивидендов и первоочередного приобретения акций новых выпусков данной компании, часто на льготных условиях.

Выпускаемые «золотые» акции предоставляют определенные преимущества их владельцам; они предназначены для учредителей компаний и некоторых других категорий держателей.

Привилегированные акции обеспечивают определенные преимущества в части первоочередности и стабильности дивидендов и права на долю имущества при ликвидации компании, однако они, за редким исключением, не предоставляют их владельцам права голоса.

¹ Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки. С. 129.

На фондовом рынке Великобритании обращаются пять основных видов привилегированных акций: кумулятивные, некумулятивные, выкупаемые (отзывные), акции с участием, конвертируемые. Наибольший удельный вес приходится на кумулятивные акции. Не выплаченные по ним вследствие разных причин дивиденды образуют задолженность компании, которая подлежит погашению в первоочередном порядке. Некумулятивные акции позволяют их владельцам получать в преимущественном порядке устойчивые дивиденды лишь при условии получения компанией чистой прибыли.

Выкупаемые (отзывные) акции могут быть выкуплены эмитентом по нарицательной стоимости с выплатой премии, как правило, в заранее обусловленные сроки. Акции с участием позволяют держателям получать добавочную прибыль. Конвертируемые акции могут быть трансформированы в обыкновенные по определенной цене и в установленные сроки.

Наряду с акциями британские компании выпускают варранты, т.е. среднесрочные (**5—10 лет**) ценные бумаги, предоставляющие право их держателям приобретать в установленные сроки и по определенной цене акции компании; они эмитируются зачастую одновременно с корпоративными облигациями, чтобы возбудить к ним интерес.

Для стимулирования притока внешних инвестиций на фондовом рынке страны появились покрытые варранты с укороченным сроком обращения. Они выпускаются крупными инвестиционными банками и позволяют приобретать акции других компаний.

В Великобритании также выпускаются ценные бумаги, аналогичные акциям, предназначенные для коллективного инвестирования. Их выпускают паевые и инвестиционные трасты. И те и другие аккумулируют средства широкого круга инвесторов, выдавая именные свидетельства о внесении пая, формируют портфели различных видов ценных бумаг и управляют ими, распределяют между вкладчиками полученные доходы.

Паевые трасты постоянно и неограниченно, в зависимости от конъюнктуры, осуществляют дополнительный выпуск или выкуп своих ценных бумаг. Они управляются попечителями (крупными банками и страховыми компаниями) и по существу аналогичны инвестиционным компаниям открытого типа США.

Инвестиционные трасты не могут осуществлять постоянный и неограниченный выпуск (выкуп) своих акций, т.е. имеют относительно неизменный уставный капитал. Обыкновенные и привилегированные акции таких организаций котируются на фондовой бирже. Они могут выпускать также облигации и другие виды ценных бумаг. Характер их деятельности аналогичен деятельности американских инвестиционных компаний закрытого типа. Инвестиционные

трасты учреждаются и управляются, как и прочие корпорации страны, однако их ресурсы вкладываются лишь в ценные бумаги и недвижимость.

Рынок корпоративных облигаций Великобритании включает обращение трех основных категорий фондовых инструментов: обеспеченных, необеспеченных и гарантированных облигаций. Эмиссия первых обеспечивается конкретными видами и количеством имущества компании, продажа которого запрещена. Эмиссия может обеспечиваться также всеми активами, ограничений на распоряжение которыми нет, за исключением случаев, оговоренных Законом о банкротстве от 1986 г. Выпуск облигаций второй и третьей категорий не обеспечивается активами эмитентов; надежность гарантированных облигаций подкрепляется обязательствами третьих лиц.

Корпоративные облигации имеют фиксированную или плавающую ставку дохода и могут конвертироваться в акции этой же компании. Конвертируемые облигации, номинированные в долларах США, обращаются на рынке евроинструментов. Их обмен на акции возможен, как правило, сразу после выпуска. Корпоративные облигации могут быть купонными (с выплатой дохода дважды в год), бескупонными (с однократной выплатой дохода) и дисконтными (реализуемыми со скидкой к номиналу). Эмиссия всех облигаций подлежит обязательной регистрации.

Британские компании проводят эмиссию финансовых инструментов: депозитных сертификатов, простых и дисконтных векселей и др. Британский рынок известен и как один из ведущих мировых центров торговли производными ценными бумагами (деривативами), а именно опционными и фьючерсными контрактами. Эти контракты могут заключаться по поводу котировок ценных бумаг, значений фондовых индексов, курсов валют, а также на различные виды товаров. В зависимости от предмета сделки операции могут совершаться на Лондонской бирже финансовых фьючерсов, на ряде товарных бирж и др. Учет и взаимозачет этих операций проводит Лондонская клиринговая палата, держателями акций которой сегодня являются такие известные клиринговые банки, как National Westminster Bank, Lloyds Bank, Barclay's Bank и др. С 1986 г. Палата может выступать продавцом и покупателем деривативов.

13.3. Биржевой фондовый рынок

Биржевая торговля составляет существенную долю совокупного оборота фондового рынка Великобритании. Фондовые биржи в стране учреждались под контролем государственных органов исполнительной власти. Тем не менее институт биржи был и остается само-

управляемым, поскольку правительство формально не вмешивается в его деятельность.

В Великобритании отсутствует государственное законодательное обеспечение деятельности фондовой биржи. Она регулируется общими правилами отчетности для компаний, публично продающих свои акции, установленными названным выше Законом о компаниях, а также Законом о финансовых услугах и рынках от 2000 г. Биржевая деятельность управляется преимущественно саморегулируемыми организациями.

Современную биржевую сеть Великобритании составляют шесть фондовых бирж, а точнее (с 1973 г.) — региональных подразделений Лондонской фондовой биржи, расположенных в Лондоне, Бирмингеме, Манчестере, Лидсе, Белфасте и **Глазго**¹. Лидер фондовой торговли — Лондонская биржа, сосредоточившая более 60% стоимостного оборота ценных бумаг.

Число сделок на главной фондовой бирже страны неуклонно возрастает. В 1999 г. на ней было зарегистрировано 17 млн сделок купли-продажи с акциями. В мае 2000 г. произошло слияние Лондонской фондовой биржи и Немецкой биржи (Франкфурт-на-Майне) и образована межнациональная англо-германская биржа IX со статусом публичной корпорации. Основой совершения сделок здесь служит немецкая компьютерная система **XETRA**.

Лондонская фондовая биржа (London Stock Exchange) — одна из старейших фондовых бирж в мире, была учреждена в 1773 г., хотя неофициальная ее история началась примерно на 200 лет раньше. До недавнего времени она имела статус ассоциации: ее членами могли быть только физические лица, объединенные в товарищества. После реформы 1986 г. Лондонская фондовая биржа стала компанией с ограниченной ответственностью (private limited company), члены которой — **маркет-мейкеры**, в том числе по золотообрезным облигациям, **брокерско-дилерские** фирмы и некоторые другие участники. Брокерско-дилерские учреждения, имевшие по одному голосу, являлись дочерними компаниями крупных национальных и иностранных коммерческих банков, преимущественно американских и японских.

Лондонскую биржу возглавлял Совет, осуществлявший функции по управлению всеми сторонами ее деятельности — от законодательно-административных до дисциплинарных. Численность ее членов в разные годы составляла от 3,5 до 4,0 тыс. **чел.**, из которых примерно 70% являлись брокерами и 30% — **дилерами**². После приоб-

¹ Рубцов **Б.Б.** Зарубежные фондовые рынки. С. 150, 270.

² *Фондовый портфель* / Под ред. **Ю.Б. Рубина, В.И. Солдаткина. М.: СОМИНТЕК, 1992. С. 378, 384.**

ретенция биржей статуса частной компании с ограниченной ответственностью число участников сократилось до 400.

Члены биржи свободно проходят на ее территорию и вносят платежи за пользование ее помещениями.

На бирже постоянно действует регламент внутренней деятельности, определяющий порядок членства и совершения **операций**; строгое соблюдение порядка — главная обязанность учредителей.

До недавнего времени в среде членов Лондонской биржи по функциональному признаку выделялись маклеры (брокеры) и джобберы (дилеры). Первые выполняли функции посредников, т.е. совершали операции от имени и за счет клиентов биржи, а вторые — торговцев, оперирующих от своего имени, за свой счет и не имеющих права совершать сделки с клиентами биржи, т.е. вне ее стен. Основными контрагентами джобберов были маклеры данной биржи; позже ими стали члены других фондовых бирж. В целях экономии времени сделки заключались посредством джентльменских соглашений, т.е. в устной форме. Фиксации подлежали лишь отдельные, наиболее важные аспекты договоренностей. Джобберы специализировались на ценных бумагах по отраслевому и страновому принципам.

И маклеры и джобберы имели ограниченный контингент вспомогательного персонала, допускаемого в биржевой зал. Эта категория служащих наделена функциями от сбора и передачи информации до совершения сделок по поручению членов биржи. Профессиональная подготовка таких служащих осуществляется в специальных школах.

В результате реформы 1986 г. («Большая встряска») деление членов биржи на брокеров и дилеров было **упразднено**¹. И те и другие стали выполнять все функции. Право голоса перешло от физических лиц к корпорациям. Маклерские фирмы утратили монопольное право на проведение фондовых операций, поскольку было снято ограничение на поглощение этих фирм корпоративным сектором, в частности банками, в том числе иностранными. Членами биржи теперь могут быть банки и другие финансовые учреждения, в том числе иностранные.

Таким образом, крупные банки начали функционировать в сфере фондовых операций, а иностранные инвесторы получили необходимую свободу действий. Наиболее активную деятельность здесь развернул американский капитал.

Осуществилось широкое внедрение компьютерной техники в биржевые технологии. Дальнейшая реформа Лондонской биржи и ее слияние с Немецкой послужили толчком для совершенствования деятельности фондовых рынков других стран Западной Европы.

¹ См.: Базовый курс по рынку ценных бумаг. М.: ФИД Деловой экспресс, 1997. С. 3-25.

Среди сделок с котирующимися акциями на оирже **преобладают** срочные, т.е. спекулятивные, операции. Срок оплаты по ним первоначально составлял 14 рабочих дней, затем он был сокращен до 10, а с 1995 г. — до 5 дней. В основном это опционные сделки. Продажа корпоративных и государственных облигаций происходит посредством кассовых операций, срок оплаты — одни сутки. Расчеты по сделкам осуществляются через компьютеризированную **расчетно-клиринговую** систему Лондонской фондовой биржи.

Совет биржи устанавливает и минимальные границы фондовых сделок: для обыкновенных акций и облигаций — 1 тыс. ф. ст.; для других — лот, не менее ста единиц ценных бумаг.

Устанавливались также фиксированные размеры ставок брокерской комиссии: по операциям с государственными облигациями — 0,375% номинальной стоимости; для корпоративных облигаций — 0,75% рыночной стоимости; для акций — 1,25% рыночной стоимости.

После отмены в 1986 г. права использования членами Лондонской биржи фиксированных **комиссионных**¹ произошло снижение их размеров, снизились и размеры налогообложения фондового оборота.

Лондонская биржа — уполномоченный орган страны в части проведения листинга ценных бумаг, по существу монополист установления правил в этой сфере. Листинг ценных бумаг в Великобритании проводят более 2 тыс. специализированных компаний (в США — около 9 тыс., Японии — 2,4 тыс.). Результаты котировок курсов ценных бумаг публикуются ежедневно: для акций — цена одной акции, а для облигаций — процент к их номинальной стоимости. Ценные бумаги котируются биржей на основании заявок, поступающих от компаний-эмитентов.

В отличие от бирж других стран Лондонская биржа не предъявляет подаателям заявок особых количественных требований, например размеров компаний и др., хотя устанавливает строгие правила раскрытия информации эмитентами. К заявке прилагается пакет документов установленной номенклатуры. После экспертизы и одобрения этих документов комиссией по листингу сведения об эмитенте и его ценных бумагах подлежат публикации в печати. Число видов ценных бумаг, обращающихся на Лондонской бирже, превышает в настоящее время 7 тыс.

Ценные бумаги, не прошедшие листинга, с согласия биржевого Совета также могут допускаться к торговле. В связи с этим с начала 1980-х годов на Лондонской бирже функционирует довольно узкий сегмент рынка для акций мелких и средних эмитентов, называемый альтернативным инвестиционным рынком.

¹ Фиксированные комиссионные вознаграждения брокеров Лондона были вдвое **выше**, чем в Нью-Йорке или Токио. См.: Жуков Е.Ф. Ценные бумаги и фондовые РЫНКИ. М.: Юнити, 1995. С. 111.

Особенность оборота Лондонской фондовой биржи — существенная доля (более 40%) иностранных ценных бумаг, в частности акций зарубежных эмитентов и еврооблигаций. В настоящее время Лондон продолжает быть крупным международным финансовым центром.

Традиционная организация заключения и исполнения сделок в торговом зале в последующем уступила место автоматизированной системе котировок фондовой биржи. В 1986 г. была введена в действие электронная система SEAQ, аналогичная американской NASDAQ. Информация по ценным бумагам, принятая этой системой, выводилась на мониторы компьютерной сети и была доступной всем ее пользователям. Система позволяла маркет-мейкерам вводить котировки ценных бумаг, а другим пользователям — совершать сделки через маркет-мейкеров. Заявки клиентов исполнялись по так называемой лучшей цене и регистрировались автоматически. В 1997 г. внедрена система SETS, основанная на принципе ввода приказов.

В Великобритании используются несколько видов налогообложения биржевых операций. Так, минимальный размер гербового налога составляет 2 шиллинга для сделок, сумма которых не превышает 500 ф. ст. По более крупным сделкам ставки налога выше. Размер трансфертного налога составляет **1%** стоимостного объема сделок. Существует также регистрационный сбор, налог на выплаченные дивиденды и проценты — около 39%. Налог на увеличение уставного капитала составляет 0,5% суммы выпуска акций и 0,25% объема эмиссии облигаций.

Важный инструмент информационного обеспечения биржевой деятельности — *фондовые индексы*. Самым известным в Великобритании является семейство совместных индексов газеты Financial Times и Лондонской фондовой биржи. Наиболее популярный вариант индекса сокращенно обозначают аббревиатурой FT-SE 100 (Financial Times — Stock Exchange Index); он учитывает курсы акций 100 ведущих британских компаний, на долю которых в стоимости оборота Лондонской биржи приходится около 70%. Расчет индекса ведется ежеминутно. Более полным является индекс FT-SE All-Share, учитывающий курсы более 650 акций английских компаний всех сфер деятельности.

Индексы семейства **FT-SE** рассчитываются по отдельным отраслям экономики страны. Помимо национальных индексов расчет индексов **FT-SE** проводится по важнейшим фондовым рынкам мира: индексы акций крупнейших компаний европейского региона **FT-SE Eurotrack 100** и **FT-SE Eurotrack 200**, а также всемирный индекс **FT-A World Index**, учитывающий более 2200 акций компаний **24 стран** всех континентов. Существуют также индексы FT, **рассчитываемые** по облигациям.

13.4. Регулирование рынка

Рынок ценных бумаг в Великобритании традиционно регулируется преимущественно самими его участниками.

Основными нормами государственного регулирования в последнее время были: Закон о компаниях в редакции 1985, 1989 гг.; Закон о ценных бумагах компаний (Закон об инсайдерах) от 1985 г.; Закон о финансовых услугах, принятый в 1988 г.

Закон о компаниях определяет правила раскрытия информации об акционерах и манипуляциях с принадлежащими им акциями, устанавливает сроки и порядок созыва общих собраний, а также назначения доверенных лиц акционеров и др. Закон об инсайдерах предусматривает уголовное преследование за недобросовестное использование служебной информации в части ценных бумаг компаний лицами, имеющими доступ к ней в силу своего должностного положения, а также владеющими более 10% ее акций.

Закон о финансовых услугах устанавливает обязательность лицензирования профессиональной деятельности на рынках ценных бумаг, финансовых и производных инструментов, в том числе по оказанию консультативных услуг; ответственность за сокрытие объективной информации и распространение сведений, способных ввести инвесторов в заблуждение.

Контроль соблюдения положений названных норм — прерогатива преимущественно саморегулируемых организаций. Главным органом регулирования в стране до 1997 г. был Совет по ценным бумагам и инвестициям, именуемый в настоящее время Советом по финансовым услугам. В его состав входят представители различных организаций — профессиональных участников рынка. Совет — некоммерческая компания, обладающая широкими полномочиями и формально подчиненная Государственному казначейству (Министерству финансов). К числу главных органов регулирования относятся также Банк Англии и Лондонский совет по вопросам слияний и поглощений.

Другие органы можно разделить на саморегулируемые организации и признанные биржи (рис. 13.1)¹. Они выполняют определенные, делегированные Советом по финансовым услугам функции. В частности, Совет по ценным бумагам и фьючерсам, обладая наиболее широкими полномочиями, лицензирует деятельность компаний на фондовом рынке, принимая их в свои члены, управляет фондом покрытия убытков инвесторов и др.



Рис. 13.1. Состав и иерархия органов регулирования рынка ценных бумаг Великобритании

Опираясь на свой авторитет, Банк Англии регулирует рынок государственных облигаций, лицензирует и контролирует деятельность **маркет-мейкеров**, дает рекомендации вступающим в члены Лондонской фондовой биржи, принимает участие в деятельности профессиональных организаций финансового рынка и т.д.

Лондонский совет по вопросам слияний и поглощений включает представителей ряда влиятельных организаций (рис. 13.2).

Он располагается в здании Лондонской фондовой биржи и контролирует соблюдение положений разработанных им же документов: Кодекса по слияниям и поглощениям и Правил приобретения крупных пакетов акций. Несоблюдение этих положений не влечет

юридической ответственности, однако может иметь серьезные негативные последствия для профессиональных участников рынка, поскольку они обязательно являются членами по крайней мере одной из саморегулируемых организаций.

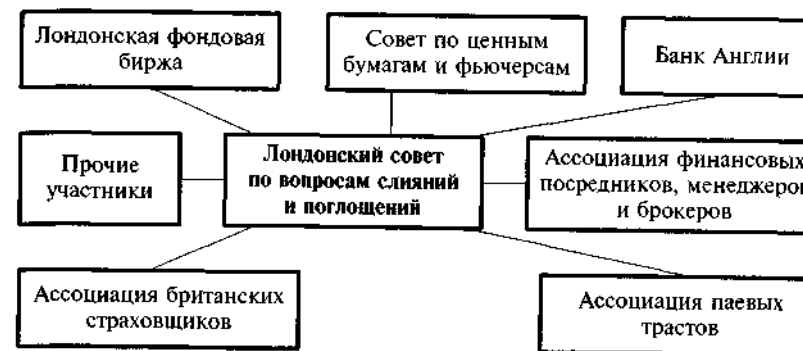


Рис. 13.2. Участники Лондонского совета по вопросам слияний и поглощений

Дальнейшее развитие реформы управления финансовыми рынками предопределило появление в 2000 г. нового Закона о финансовых услугах и **рынках**, согласно которому Совет по финансовым услугам должен стать единым органом регулирования фондового рынка страны, наделенным соответствующими этому функциями, которые ранее являлись прерогативой Банка Англии и других органов.

Рынок ценных бумаг Великобритании сегодня один из самых развитых и наиболее организованных в мире. В настоящее время активно происходит его интернационализация: многовековые традиции, оказывавшие долгое время заметное влияние на его деятельность, в настоящее время все больше уступают место современным тенденциям развития.

Рынок ценных бумаг Канады

Канада входит в группу семи ведущих стран с развитой рыночной экономикой и относится к числу лидеров по уровню жизни населения. С конца 1990-х годов Канада занимает лидирующее положение по показателям устойчивости финансовой системы и экономики в целом. Это единственная страна группы семи с постоянным профицитом бюджета центрального правительства в **1997—2005 гг.**¹

Тенденция развития рынка ценных бумаг Канады. Канадский рынок ценных бумаг — один из наиболее развитых в мире. Он характеризуется значительными оборотами ценных бумаг, высоким развитием инфраструктуры фондового рынка и разнообразием финансовых инструментов. За последние два десятилетия на фондовом рынке Канады произошли фундаментальные изменения, связанные с ростом объемов и значимости рынка в экономике, углублением процессов финансовой интеграции, внедрением новых технологий, появлением сложных финансовых продуктов, обострением конкуренции.

Рынок ценных бумаг Канады — важнейший элемент финансово-кредитной системы страны и занимает определяющее место в обеспечении трансформации сбережений в инвестиции. В Канаде, как и в ряде других развитых стран (США, Великобритании, Австралии), рынок ценных бумаг традиционно используется как один из основных источников финансирования экономики.

Структура рынка ценных бумаг Канады включает первичный и вторичный рынки, а также рынки по видам ценных бумаг и фондовых операций. Канадский рынок ценных бумаг характеризуется большими объемами торговли и значительным количеством финансовых инструментов. Важной тенденцией развития рынка ценных бумаг Канады, как и современных рынков других стран с развитой рыночной экономикой, является интенсивный рост оборота производных ценных бумаг (фьючерсов, опционов, форвардных контрактов, свопов и других деривативов).

На фондовом рынке страны функционируют четыре основные группы эмитентов: правительство Канады и его агентства, правительства провинций и их агентства, местные органы — муниципалитеты и частные финансовые и нефинансовые корпорации. Основными эмитентами на рынке облигаций являются правительство Канады и его агентства: их доля составляла в 2001 г. 62,3%; правительства провинций и их агентства — 21,3; корпорации — 15,3; муниципалитеты и другие заемщики — **1,1%**. В соответствии с законодательством Канады эмитировать облигации имеют право школьные и университетские советы, погашающие их за счет той части налога на собственность, которая направляется на нужды **образования**¹.

В 2001 г. в прямые обязательства федерального правительства было вложено 359,7 млрд кан. долл., в прямые и гарантированные обязательства провинциальных и муниципальных правительств — 392,7 млрд, в казначейские векселя — **115,1** млрд, в корпоративные облигации — 323,8 млрд и в краткосрочные обязательства корпораций — 163,4 млрд кан. долл.

Наиболее характерная черта канадского рынка облигаций — его тесные связи с США, что обусловлено экономическими и политическими взаимоотношениями Канады и США. Географическая близость и фактическое отсутствие контроля за движением капиталов привели к экономической и финансовой взаимозависимости двух стран. На долю США приходится более 80% канадского экспорта. Канадская экономика в преобладающей степени зависит от внешней торговли: в 2004 г. экспорт составлял более 50% ВВП Канады, но с ростом курса канадского доллара в **2006—2007** гг. эта доля уменьшилась.

Многолетняя практика взаимного свободного движения капиталов между Канадой и США создала общий североамериканский рынок капитала, что вместе со стабильностью канадского доллара дает возможность различным группам инвесторов рассматривать государственные канадские облигации как альтернативу американским.

В соответствии с данными канадского индекса TSE 300 канадский рынок постоянно оперировал на уровне P/E рынка США или несколько выше, по данным S&P 500 в течение 1990-х годов. Текущие изменения TSE 300 в значительной степени повторяли изменения американского фондового индекса S&P 500 после того, как торговля в Канаде была значительно активнее, чем в США.

Важнейшим сегментом всего фондового рынка и особенно рынка долговых инструментов страны является рынок государственных

¹ World Economic Outlook // IMF. September 2005. P. 209, 210 // <http://www.imf.org>.

ценных бумаг Канады. Объем рынка государственных ценных бумаг превышает обороты других видов ценных бумаг. В 2005 г. на ценные бумаги, выпущенные всеми уровнями власти Канады, приходилось 73,2% внутреннего рынка долговых ценных бумаг. Объем ценных бумаг правительства Канады, формирующих федеральный рыночный долг, в конце **2004—2005** финансового года составил 429,8 млрд кан. **долл.**¹

С середины 1970-х годов, в течение почти двадцати лет, расходы правительственных органов Канады превышали доходы как на федеральном уровне, так и в большинстве провинций. Показатель дефицита федерального бюджета по отношению к ВВП вырос с 4,1% в 1990 г. до 7,1% в **1992—1993** гг. До середины 1990-х годов размер государственного долга Канады неуклонно увеличивался (в 1974 г. отношение федерального долга к ВВП составляло 18%, в **1995—1996** финансовом году — 68,4%). Это стало причиной повышения процентов по облигациям правительства Канады и привело к росту издержек на обслуживание долга.

Процентные ставки на правительственные ценные бумаги меняются в зависимости от их конкретных особенностей и текущих процентных ставок на рынке. Обычно процентные ставки на долгосрочные ценные бумаги выше, чем у краткосрочных ценных бумаг. Однако в начале и конце 1980-х годов процентные ставки по краткосрочным обязательствам, отражая экономические условия и ожидания, временно превысили процентные ставки по долгосрочным обязательствам.

Канадское правительство выпускает федеральные ценные бумаги нескольких видов: краткосрочные казначейские обязательства, средне- и долгосрочные государственные облигации, сберегательные облигации (Canada savings bonds), а также векселя и займы, оплачиваемые в иностранной валюте. К рыночным, свободно обращающимся инструментам относятся казначейские векселя (обязательства) и государственные облигации, к нерыночным — канадские сберегательные облигации. Для привлечения средств на канадском рынке правительство эмитирует прежде всего эти три долговых инструмента.

Краткосрочные казначейские векселя (обязательства — Treasury Bills) выпускаются с 1934 г. со сроком погашения 3, 6 или 12 месяцев и выставляются на аукцион раз в две недели. Разница между ценой покупки и номинальной стоимостью представляет собой доход инвестора. Периодически на аукционы выставляются векселя со сроком погашения менее трех месяцев (даже 1 день) (cash man-

¹ Thompson J., Choi S.-M. Government System for Collective Investment Schemes in OECD Countries. **DAFFE**, OECD, 2006. P. 91-95.

agement bills, CMBs), которые используются как источник краткосрочного финансирования правительства Канады. Казначейские векселя эмитируются номиналом от 1000 до 1 млн долл. Банк Канады действует как финансовый агент федерального правительства и еженедельно продает с аукциона новые краткосрочные казначейские векселя группе уполномоченных банков и инвестиционных дилеров (первичное размещение) посредством закрытых тендеров. Размеры еженедельного предложения векселей зависят от того, сколько средств требуется правительству на финансирование его расходов и выкуп обязательств с наступающим сроком платежа.

Еженедельный аукцион краткосрочных казначейских векселей определяет банковскую учетную ставку (процентную ставку, которую Банк Канады устанавливает уполномоченным банкам и ряду дилерских фирм на кредиты, которые они берут у Банка Канады). Она устанавливается на 0,25% выше, чем средний доход от продажи за каждую неделю **91-дневных** казначейских векселей. Первичные распространители краткосрочных казначейских векселей перепродают их на вторичных рынках, где присутствуют крупные инвесторы. На этом активно действующем вторичном рынке векселя продаются и покупаются таким же образом, как акции на фондовой бирже. Векселя с наступающим сроком платежа выкупаются по номинальной стоимости у держателя Банком Канады.

Другим видом казначейских обязательств являются *канадские векселя* (Canada bills) — долговые векселя, номинированные в долларах США. Срок погашения векселей не превышает 270 дней с даты выпуска; векселя с обязательной учетной ставкой. Первичное размещение осуществляется через пять специализированных посредников в Нью-Йорке, в частности RBC Dominion Securities Inc., **CIBC** Wood Gundy Inc., Goldman Sachs & Co, Lehman Brothers and CS First Boston. Участниками рынка канадских долговых векселей являются также международные финансовые институты. Канадские векселя выпускаются только для целей увеличения резервного валютного фонда.

Еще одна разновидность этого типа бумаг — *канадские долговые простые векселя* (Canada notes); как правило, они номинированы в долларах США и представлены в безналичной форме. Векселя выпускаются на срок 9 месяцев и более с фиксированной или плавающей ставкой. Передача векселей и оплата осуществляются через Bank of Montreal Trust Company в Нью-Йорке. Простые векселя предлагаются на постоянной основе через пять брокеров в Нью-Йорке: **Nesbitt** Burns Inc., Scotia Capital Markets USA Inc., Goldman Sachs & Co, CS First Boston and Lehman Brothers. Правительство

Канады может также продавать векселя другим посредникам или непосредственно инвесторам.

Наряду с простыми векселями для увеличения резервного валютного фонда выпускаются и *среднесрочные евровекселя (Euro-medium term notes)*. Организатором программы канадских среднесрочных евровекселей является Morgan Stanley & Co International. Эта международная группа, расположенная в Лондоне, включает CIBC Wood Gundy **plc**, Daiwa Europe Limited, Deutsche Morgan Grenfell, Goldman Sachs International, J.P. Morgan **Securities** Ltd., Merrill Lynch International, Morgan Stanley & Co International, Nomura International, RBC Dominion Securities Inc. и UBS Limited. Ставка процента по среднесрочным векселям устанавливается, как правило, фиксированной.

Государственные облигации правительства Канады — облигации с фиксированной процентной ставкой (marketable Bonds), которые продаются и покупаются на открытом рынке и имеют фиксированные даты погашения. Эти ценные бумаги могут номинироваться в канадской или иностранной валюте.

Срок действия этих правительственных долговых обязательств составляет от **года** до 25 лет. Банк Канады, действуя как агент правительства, продает эти долговые обязательства группе первичных распространителей (уполномоченным банкам и дилерским фирмам). Выпуск государственных облигаций осуществляется в соответствии с Законом об управлении финансами (Financial Administration Act). На канадском рынке облигаций государственные облигации являются базисными, т.е. *стандартом*, по отношению к которому оцениваются все другие эмитированные облигации.

Другим видом государственных облигаций Канады являются *доходные облигации (Real return Bonds)* — по ним выплачивается доход в виде процента, основой которого является реальная ставка, адаптированная к изменению индекса потребительских цен. Эти облигации могут быть куплены, переданы или проданы прямо или косвенно через представителя особой государственной структуры — Службы урегулирования взаимных расчетов по долгам (Debt Clearing Service, DCS).

При выпуске государственных ценных бумаг Банк Канады действует от имени министра финансов Канады и имеет право принимать участие без каких-либо ограничений в каждом аукционе. О выпуске ценных бумаг Банк Канады объявляет ежеквартально. Размещение ценных бумаг осуществляется на аукционах через брокерские фирмы, к которым предъявляются следующие требования: фирма должна быть членом или филиалом члена Ассоциации инвестиционных дилеров.

Отдельную группу составляют первичные дилеры — привилегированные, имеющие право прямых сделок с федеральными банками по государственным ценным бумагам. Брокерские компании, размещающие государственные ценные бумаги, принимают участие в аукционах от своего имени в пределах установленного на аукционе лимита. Помимо этого, они имеют ограничения на общее число заявок на участие в торгах, которые они размещают от имени своих клиентов. Клиенты также имеют ограничения на участие в аукционе и отдельно представляют заявки через брокеров; при этом необходимо получить из Банка Канады идентификационный номер для участия в тендере на государственные реализуемые облигации.

Канадские сберегательные облигации (Canada savings bonds, CSB) начали эмитироваться канадским правительством после Второй мировой войны. Эти облигации выпускаются достоинством от 100 до 10 000 долл., представляют собой сертификаты, выпускаются один раз в год (в начале ноября) и предназначены только для населения Канады. Канадские сберегательные облигации выпускаются со сроком обращения 7, 10 и 15 лет и не подлежат досрочному выкупу. В периоды повышения ставки рефинансирования и процентных ставок правительство увеличивает фиксированные ранее процентные ставки по облигациям или предлагает денежные бонусы, подлежащие оплате в срок платежа. Реализуемые через уполномоченные банки сберегательные облигации пользуются повышенным спросом у населения, обеспечивая приемлемый доход и высокую степень ликвидности. Эти облигации предлагаются частным лицам многими финансовыми институтами Канады.

Новым видом канадских сберегательных облигаций являются *именные сберегательные пенсионные облигации (Canada registered retirement savings plan bonds, RRSP)*, которые предлагаются правительством населению Канады с 1997 г. По этим облигациям гарантируются годовые проценты в течение 10 лет, они могут погашаться раньше, раз в год, без потери стоимости или уменьшения процента. При этом вложения населения в эти облигации ограничиваются: сумма инвестиций не может **превышать 18%** годового дохода ежегодно, но не выше 13,5 тыс. долл.

Кроме перечисленных государственных ценных бумаг для обеспечения займов, которые получает Федеральное правительство в Канадском пенсионном фонде, выпускаются специальные, не имеющие хождения на рынке долговые обязательства, которые не подлежат ни продаже, ни передаче. К государственным долговым обязательствам относятся и неэмиссионные ценные бумаги представляющие собой финансовые векселя (bills of exchange, promissory notes), которые

являются долговыми расписками; порядок их использования определяется Федеральным законом о векселях («Bills of Exchange Act»). Наряду с этим канадское правительство прибегает и к иностранным займам, эмитируя долговые обязательства, номинированные и выплачиваемые в иностранной валюте. Большая часть иностранных займов приходится на Соединенные Штаты, Швейцарию, Германию и Японию.

На долю Канады приходится 8,6% международного рынка капитала. Заемщики страны оперируют на трех основных сегментах международного финансового рынка: на традиционном (преимущественно евровалютном) рынке облигаций, на рынке банковских синдицированных кредитов, а также используют сравнительно новую форму размещения ценных бумаг — программы среднесрочных евронот. Эти программы рассчитаны обычно на срок от 1 года до 5 лет и имеют регулярные, заранее объявленные выпуски займов. Они оказались наиболее привлекательными как для крупных, так и для мелких инвесторов.

Для пополнения валютных резервов правительство Канады использует широкий круг долговых инструментов: канадские векселя, канадские ноты, среднесрочные евроноты и др. Канадские федеральные и провинциальные ценные бумаги в иностранной валюте продаются в основном в США, Великобритании, Японии, Германии и Швейцарии. С 1998 г. правительство управляет активами и обязательствами в иностранной валюте на портфельной основе, так же как и частные финансовые институты. Используется методология сближения структур активов и обязательств (asset-liability matching) по валютам и **дюрации** для ограничения валютных и **процентных** рисков. Для повышения уровня ликвидности рынка правительство Канады увеличило объемы эмиссии эталонных выпусков со сроками погашения 2, 5, 10 и 30 лет и проводит операции по выкупу облигаций. Проводятся два типа операций по выкупу ценных бумаг: регулярные операции и операции в целях управления **наличностью**.

Существенным условием эффективного размещения правительственных ценных бумаг является регулярность и предсказуемость аукционного графика. В конце 1990-х годов Банк Канады установил новые правила проведения аукционов для предотвращения вероятных злоупотреблений и повышения доверия со стороны участников рынка и инвесторов. В частности, в 1998 г. Банк Канады установил лимиты на покупку облигаций определенного выпуска одним участником аукциона в целях предотвращения монополизации вторичного рынка государственных ценных бумаг.

Для сокращения затрат по обслуживанию государственного долга осуществляется повышение доли инструментов с плавающей про-

центной ставкой (казначейских векселей). В течение 2003—2004 финансового года доля казначейских векселей в структуре рыночного долга выросла на 5 процентных пунктов — с 22 до 27%, в то время как доля торгуемых облигаций с фиксированной доходностью снизилась на ту же величину (с 64 до 59%).

Торговля правительственными ценными бумагами в Канаде осуществляется на внебиржевом рынке с участием конкурирующих между собой дилеров. На канадском рынке, так же как и на рынке ценных бумаг Казначейства США, функционируют системы первичных дилеров, участвующих в аукционах первичного рынка.

На междилерском сегменте вторичного рынка сделки заключаются как в двустороннем режиме, так и через так называемых междилерских брокеров, которым принадлежит преобладающая доля на вторичном рынке. Использование дилерами брокерских систем сокращает **транзакционные** издержки, связанные с поиском лучшей цены на этом рынке. Важным элементом торгов междилерских брокеров в Канаде является процесс «расширения заявки» (order expansion), или «доработки» (workup). Он состоит в том, что, хотя сделка между дилерами должна быть заключена по цене последней котировки в ходе сделки, ее объем может быть пересмотрен по обоюдному желанию сторон.

В 1990-е годы произошли значительные изменения в структуре держателей рыночного долга правительства Канады. С 1990 по 2004 г. объем ценных бумаг в собственности страховых компаний и пенсионных фондов вырос с 53 до 96 млрд кан. долл. (с 16,7 до 23,2%), резко увеличилась доля инвестиционных компаний и фондов (включая взаимные фонды) — с 8,2 до 21,4%. Доля коммерческих банков выросла с 7,6 до 13,8% (в результате повышения их деловой активности). Удельный вес частных лиц и малого бизнеса значительно снизился с 25,2 до **5,1%** вследствие активизации институциональных инвесторов, в частности взаимных фондов, а также отставания уровня сбережений частного сектора от правительственных потребностей в заимствованиях.

Долговая политика канадских провинций отражает особенности современной финансовой системы Канады, которая характеризуется высокой степенью децентрализации. Правительства провинций располагают широкими полномочиями для осуществления своей финансовой политики. Провинциальные заимствования на рынках капитала играют существенную роль в решении многих социальных и экономических проблем Канады: строительстве образовательных и медицинских учреждений, развитии транспортной инфраструктуры. Провинциальные заемщики привлекают частных инвесторов для **участия** в проектах развития инфраструктуры. Частные компании фи-

нансируют осуществление проектов на условиях дальнейшей сдачи завершенных объектов в аренду государственным органам.

Существенное значение имело то обстоятельство, что в период **1980—1990-х** годов в структуре источников долгового финансирования канадских провинций происходили значительные изменения, связанные с сокращением предложения нерыночных источников финансирования. В условиях возрастающей потребности в дополнительных финансовых средствах и увеличения расходов на обслуживание долга правительства провинций Канады долговые программы были значительно расширены и диверсифицированы.

Правительства канадских провинций эмитируют долговые ценные бумаги, подобные тем, что выпускаются федеральным правительством; краткосрочные казначейские обязательства продаются на аукционах через финансовых агентов, состоящих из банков и дилерских фирм. Новые выпуски имеющих рыночное хождение долговых обязательств тоже продаются финансовыми агентами, которые распределяют их среди других инвесторов. Этими видами ценных бумаг активно торгуют на вторичном рынке.

Эмиссия муниципальных заимствований основывается на провинциальных законах. В большинстве случаев конкретный заем должен быть санкционирован провинцией. Исключением является краткосрочный или промежуточный заем для финансирования текущих расходов, но в этом случае сумма займа ограничивается.

Наряду с практикой привлечения средств на внутреннем рынке — выпуском сберегательных облигаций, расширением программы казначейских векселей и других инструментов краткосрочного финансирования — провинциальные заемщики активно выходили на международный рынок капитала, особенно на рынок еврооблигаций в канадских долларах, а с начала 1990-х годов — и глобальных облигаций. Новыми долговыми инструментами канадских провинций стали глобальные облигации в евро. Для расширения базы инвесторов канадские провинции эмитируют иностранные облигации в валюте страны размещения и **бивалютные** облигации, предусматривающие выплату купона в одной валюте, а погашение номинала — в другой. Эти бумаги обеспечили значительную экономию затрат по обслуживанию долга.

Политика сокращения федерального долга во второй половине 1990-х годов привела к снижению спроса федерального правительства на заемные средства и позволила провинциальным правительствам и корпоративному сектору активнее заимствовать на национальном рынке. С 1996 по 2001 г. объем долга в канадских долларах (за исключением долга федерального правительства) вырос на 55%,

в то время как совокупный долг в канадских долларах увеличился на 28,9%. Таким образом, нефедеральный долг был накоплен за счет операций на внутреннем рынке. Во второй половине 1990-х годов произошла переориентация провинциальных заемщиков на внутренний рынок. С 1997 г. объемы выпусков государственных ценных бумаг в Канаде стабильно росли и значительно превышали объемы выпусков, **размещаемых** за рубежом. При этом объемы погашений ценных бумаг, размещенных за рубежом, стали превышать объемы новых выпусков.

Один из основных принципов долговой стратегии провинциальных правительств — ограничение заимствований при неблагоприятных рыночных условиях и привлечение средств при благоприятных. Провинции периодически осуществляют накопительную программу заимствований: заблаговременно заимствуют для финансирования будущих расходов. Для минимизации долговых расходов провинциальные заемщики ежегодно проводят отчисления в фонды погашения (sinking funds). Таким образом они аккумулируют активы для своевременного погашения долговых обязательств. Активное участие канадских провинций на внутренних и внешних рынках долговых инструментов привело к усложнению программ управления провинциальным долгом. В этих условиях особую значимость приобрела стратегия управления долгом, направленная на обеспечение эффективного финансирования правительственных программ при минимальных затратах и допустимом уровне риска.

Вторичный рынок и государственное регулирование рынка ценных бумаг. В Канаде функционируют четыре фондовые биржи и внебиржевой **рынок**¹. Основной канадской фондовой биржей является Торонтская фондовая биржа (Toronto Stock Exchange, TSE). Ее капитализация превышает 1 трлн долл., и по капитализации она занимает 10-е место в мире и второе в Северной Америке. Другие канадские биржи (в порядке уменьшения их капитализации) — Монреальская (Montreal Exchange, ME), Ванкуверская фондовая (Vancouver Stock Exchange, VSE) и **Альбертская** фондовая (Alberta Stock Exchange, ASE).

Торонтская фьючерсная биржа (Toronto Futures Exchange, TFE) является единственной **специализированной** фьючерсной биржей в стране. Опционы на акции и индексы проходят листинг на Торонтской фондовой и Монреальской биржах. Внебиржевой рынок регулируется Торонтской фондовой биржей.

¹ *Freedman Ch., Engert W.* Financial Developments in Canada: Past Trends and Future Challenges // Bank of Canada Review. Summer 2003. P. 12.

В марте 1999 г. было заключено соглашение о «специализации» между четырьмя ведущими фондовыми биржами Канады: Торонтской (ТФБ), Монреальской (МФБ), Ванкуверской (ВФБ) и провинции Альберта (ФБА). В соответствии с этим соглашением ТФБ взяла на себя операции с ценными бумагами наиболее крупных корпораций, в то время как сфера деятельности ВФБ и ФБА была ограничена обслуживанием менее значительных по размеру фирм (биржа Ванкувера является центром торговли акциями горнодобывающих и геологоразведочных предприятий).

Монреальская фондовая биржа была образована в 1874 г. и является старейшей биржей страны. В то время это был единственный финансовый институт такого рода в Канаде. В 1974 г., после слияния с Канадской фондовой биржей, вновь образованный вторичный рынок ценных бумаг получил название «Монреальская фондовая биржа» (МФБ). Это лидер среди других фондовых бирж страны в области нововведений в операциях с ценными бумагами. МФБ впервые в Канаде внедрила интегрированную компьютеризированную систему учета, гарантировавшую клиенту незамедлительное получение сведений о наилучших текущих ценах акций в операционных залах как монреальской, так и торонтской биржи. Эта биржа является членом Globex Alliance — международной электронной торговой сети вторичных финансовых инструментов.

Сделки с опционами стали осуществляться на МФБ с 1974 г. — на девять лет раньше, чем на Нью-Йоркской фондовой бирже. МФБ остается единственным в Канаде рынком такой производной ценной бумаги, как опцион, и по существу является практически монополистом на рынке срочных биржевых операций. С 1982 г. МФБ стала первым на североамериканском континенте рынком опционов на золото — в соответствии с соглашением с Европейской биржей опционов (Амстердам).

Внебиржевой рынок акций в Канаде функционирует при помощи специальной компании «Канадская дилинговая сеть» (**Canadial Dealing Network, Inc., CDN**), ставшей в 1991 г. дочерней компанией Торонтской фондовой биржи. Ранее внебиржевой рынок действовал через систему внебиржевой автоматизированной торговли (**Canadian Over-the-Counter Automated Trading System, COATS**).

Депозитарная система Канады является одной из наиболее развитых. В настоящее время почти все облигации выпускаются в форме полностью зарегистрированных глобальных сертификатов (глобальных облигаций) на имя Канадского депозитария и хранятся в нем. Интересы бенефициаров в глобальных облигациях представлены через **кастодиальные** счета финансовых институтов, действу-

щих от имени собственников, как непосредственно инвесторов, так и посредников — косвенных участников депозитария.

Номинальные держатели бумаг не имеют права регистрировать облигации на свое имя, не получают и не могут получать облигации в документарной форме и не считаются их владельцами, за исключением некоторых оговорок, внесенных непосредственно в **соглашение** об ответственном хранении глобальных облигаций. **Кастодианы** этих бумаг получают плату в соответствии с обычной процедурой депозитария. Расчет по вторичным торгам облигаций со сроком погашения три года и менее лет проводится в течение двух рабочих дней, а для всех прочих бумаг — трех рабочих дней.

Центральный депозитарий Канады включает Службу расчета по ценным бумагам. Операции в ней проводятся с 1981 г. для обыкновенных акций и с 1989 г. — для долговых государственных ценных бумаг. Таким образом спектр действия Службы расчетов по ценным бумагам включает операции по всем видам облигаций, в том числе и правительственным, по обыкновенным акциям, а также **«стрипам»** (отдельно котируемым (и продаваемым) процентным выплатам по ценным бумагам). Подтверждение условий сделки осуществляется через однократный учет со стороны покупателя (или дилера, если одна сторона не является дилером). Также требуется подтверждение другой стороны, которая может представить подтверждение путем так называемого «молчаливого акцепта», т.е. отсутствия поправок. Урегулирование сделок происходит через валовые трансферты ценных бумаг и многостороннее проведение расчетов.

Право собственности на Центральный депозитарий Канады принадлежит шести крупнейшим банкам страны, пяти трастовым компаниям, Ассоциации инвестиционных дилеров, Фондовой бирже Торонто, Фондовой бирже Монреаля. Оператором является Канадский депозитарий ценных бумаг. Расчетный банк Центрального депозитария — Канадский **королевский** банк, а участники системы — регулируемые финансовые институты (в том числе дилеры, банки, трастовые компании, страховые компании, клиринговые и депозитные компании); инвестиционные институты (кредитные союзы, паевые трасты, пенсионные фонды и прочие организации). Специального федерального агентства, регулирующего депозитарии, не существует, но служба надзора финансовых институтов совместно с провинциальными комиссиями по ценным бумагам и Канадским депозитарием ценных бумаг разрабатывают регулирующие нормы для депозитарной деятельности.

Система государственного регулирования рынка ценных бумаг Канады отражает специфику канадского федерализма, которая заключается в **широких** полномочиях провинциальных правительств

в области государственных финансов. Юридической основой функционирования фондового рынка являются законы провинций Канады о ценных бумагах, которые в целом основаны на схожих целях и принципах. Вместе с тем в государственном регулировании канадского рынка имеется определенная специфика как в законодательстве, так и в области контроля за его соблюдением.

Комиссии по ценным бумагам провинций Канады выполняют разнообразные функции по регулированию рынка ценных бумаг и деятельности его участников, вносят поправки в провинциальные законодательства, разрабатывают нормативно-правовую базу регулирования, контролируют исполнение законов о ценных бумагах. В 1995 г. правительства провинций Альберта и Британская Колумбия приняли решение об изменении статуса комиссий по ценным бумагам и их преобразовании из правительственных агентств в государственные корпорации. В 1997 г. статус Комиссии по ценным бумагам провинции Онтарио также изменился. В результате комиссии получили финансовую самостоятельность — полный контроль над своими доходами.

Комиссии по ценным бумагам провинций Канады входят в состав специального национального ведомства «Канадские администраторы ценных бумаг» (Canadian Securities Administrators, CSA) — совещательного органа, обсуждающего проблемы фрагментации регулятивной структуры Канады, вопросы гармонизации провинциальных законодательств о ценных бумагах и согласовывающего политику регулирования рынка ценных бумаг. Это ведомство работает над совместимостью и гармонизацией регулирования ценных бумаг на всей территории страны.

Часть своих функций Комиссия по ценным бумагам делегирует саморегулируемой организации (СРО) — Ассоциации инвестиционных дилеров Канады, устанавливающей стандарты и нормы деловой практики на первичном и вторичном рынках долговых инструментов и денежном рынке Канады. Она представляет интересы страны на международном уровне, работая с зарубежными регулирующими органами. СРО предоставлено право и вменено в обязанность осуществлять регулирование деятельности своих членов, которые непосредственно работают с инвесторами.

Ассоциация инвестиционных дилеров Канады, созданная в 1916 г., включает более 190 крупнейших дилерских фирм, которые занимают существенное значение в канадской экономике. Ассоциация построена по региональному принципу; ее работа осуществляется через расширенную сеть региональных комиссий, состоящих из участников рынка ценных бумаг, представляющих разнообразные виды бизне-

са. Члены ассоциации имеют в штате более 39 тыс. человек во всех канадских провинциях и за границей. Ассоциация регулирует деятельность инвесторов (которые могут быть одновременно и членами Ассоциации инвестиционных дилеров, и членами биржи).

Ассоциация инвестиционных дилеров ответственна за регистрацию участников фондового рынка. Основным критерием ее деятельности является защита инвесторов. С этой целью разработан механизм защиты и возмещения потерь в случае банкротства фирмы — участника рынка ценных бумаг. Пострадавший клиент имеет выбор: обратиться к недорогой и быстродействующей арбитражной системе или в суд. Участники рынка ценных бумаг финансируют специальный фонд защиты инвесторов, который также обеспечивает в определенных границах страхование операций с ценными бумагами.

Инвестор вправе обратиться с жалобой в Ассоциацию инвестиционных дилеров, если есть претензии к фирме — члену ассоциации или к любому из зарегистрированных служащих. Роль ассоциации в защите инвесторов состоит в расследовании случаев нарушений правил и наложении штрафов на виновных. Штрафы варьируются от письменного порицания до ограничений по сделкам с клиентами и исключения из членов ассоциации. Дисциплинарные процедуры, проводимые ассоциацией в отношении физического лица или фирмы — члена ассоциации, доводятся до сведения общественности.

Фондовый рынок Китайской Народной Республики

Создание современного рынка ценных бумаг Китайской Народной Республики в целом укладывается в общую схему проведения реформ в Китае. Массовое участие китайцев в фондовых операциях стало одной из причин стремительного экономического взлета Китая, который в начале XXI в. превратился в космическую и ядерную державу. По данным МВФ, в 2006 г. по темпам роста КНР вышла на **11-е** место среди 180 стран и регионов мира. Общий объем экономики, достигший 2 трлн 645,2 млрд долл. США, обеспечил стране 4-е место в мировом рейтинге (6-е место в 2002 г.), при этом в мировом ВВП доля Китая возросла с 4,4 до **5,5%**¹. Китай удерживает по общему объему внешнего товарооборота 3-е, а по ВВП 2-е место в мире. Самым большим торговым партнером Китая является ЕС, США и Япония занимают соответственно 2-е и 3-е места. Благоприятный инвестиционный климат и ряд других преимуществ, в том числе низкий уровень заработной платы и быстрый рост внутреннего рынка, способствовали тому, что сегодня в Китай идет 80% всех прямых иностранных капиталовложений Восточной Азии (без Японии)². По прогнозам к 2010 г. эта доля возрастет до 250 млрд долл. США. Официальная капитализация фондового рынка Китая начала приближаться к шестисотмиллиардной оценке в долларах США.

15.1. Формирование рынка ценных бумаг Китая

Зарождение рынка ценных бумаг в Китае. Рынок ценных бумаг Китая сформировался значительно позже европейского. Его развитие сдерживалось феодальными отношениями, сохраняющимися вплоть

до XX в. Немногочисленными источниками получения ссудного капитала в этот период являлись ростовщики.

Однако экономика страны не могла полностью обойтись без отдельных инструментов рынка ценных бумаг, и в появившихся банках Шаньси (**1644—1900**) на основе древних норм и обычаев широко использовались векселя.

Наиболее активно китайский рынок ценных бумаг стал развиваться в конце 1860-х годов, когда в Шанхае была организована торговля иностранными акциями и облигациями. Это привело к созданию первой ассоциации брокеров (**1891**) и принятию Закона о компаниях (**1904**).

По мере развития рынка ценных **бумаг** в Китае была основана Пекинская фондовая биржа (1918), Шанхайская фондовая и товарная биржа (**1920**) и Шанхайская Хуашангская фондовая биржа (**1921**), преобразованная в 1946 г. в Шанхайскую фондовую биржу. Вместе с тем роль акционерных компаний и бирж в аграрной экономике Китая была незначительна.

Облигации в экономике КНР. После прихода к руководству страной КПК на территории материкового Китая фондовый рынок стал перестраиваться на функционирование по аналогии с советской моделью. Оборот акций прекратился, а пополнение недостающих финансовых ресурсов для бюджета осуществлялось путем выпуска государственных облигационных займов. Размещение государственных облигаций происходило в 1949 г. через биржу в Пекине, а с 1950 г. — через биржу в Тяньцзине; в 1952 г. эти биржи были закрыты.

Политическая логика большей части реформ была ясна: использовать фондовый рынок для финансирования бывших государственных предприятий и бюджета, для чего стали выпускать облигации. В 1981 г. был осуществлен выпуск государственных облигаций КНР. С 1985 г. ввели в оборот эмиссию жестко регламентируемых государственных финансовых облигаций с плавающей ставкой, которые выпускались на срок от 1 года до 5 лет. Их эмиссия в течение 10 лет монопольно проводилась четырьмя специализированными государственными банками КНР (Промышленным и торговым, Сельскохозяйственным, Строительным банками и Банком Китая).

В 1986 г. объем эмиссии государственных финансовых облигаций составил 3 млрд юаней, в 1990 г. — 6,4 млрд, в 1998 г. — **195 млрд**.¹

Происходящие стремительные хозяйственные перемены **при** сохранении политического строя сопровождались распространившейся практикой использования облигаций не только правительством, но и государственными предприятиями и банками. После реформы

¹ По данным Агентства Синьху.

² *Потанов М.* Куда идет экономическая интеграция в Восточной Азии // Мировая экономика и международные отношения. 2006.

¹ *Рубцов Б.Б.* Современные фондовые рынки: Учеб. пособие. **М.: Альпина** Бизнес Букс, 2007.

1994 г. для финансирования кредитов развивающейся инфраструктуры поддерживаемых государством предприятий эмиссия финансовых облигаций с размещением в коммерческих банках и других финансовых учреждениях страны была разрешена также Национальному банку развития, Банку сельскохозяйственного развития и Китайскому экспортно-импортному банку.

Развитие рынка облигаций способствовало тому, что на фондовом рынке Китая стали эмитироваться казначейские, финансовые облигации, облигации предприятий, финансовых институтов, и практически все эти бумаги имели государственные гарантии. Выпуск отдельных видов облигаций допускается в документарной или бездокументарной формах, в виде предъявительских или именных ценных бумаг, существует их дифференциация по срокам и категориям инвесторов.

Самыми распространенными среди государственных облигаций в КНР являются казначейские облигаций. Выпускаются специальные национальные, строительные, фискальные, индексированные, краткосрочные облигации. Объемы их эмиссии за последние пятнадцать лет выросли более чем в 100 раз.

Облигации пускались в оборот через систему административной разнарядки нормативов продаж по провинциям и предприятиям, в соответствии с которой стоимость облигаций принудительно вычиталась из оплаты труда работников.

Акции на фондовом рынке КНР. С 1984 по 1989 г. в Китае происходило развитие негосударственных форм собственности и смешанного капитала путем акционирования предприятий. Выпускаемые в безбумажной форме **обыкновенные**¹ акции номиналом в 1 юань в зависимости от наличия государственной собственности классифицировались по группам на рыночные и нерыночные.

Нерыночные акции составляют большую часть обращаемых в Китае акций. Формально их крупнейший собственник — Государственный совет, но на практике они могут принадлежать центральному правительству, местным органам власти, китайским организациям (акционерным обществам, небанковским финансовым институтам и принадлежащим государству предприятиям, в которых есть по крайней мере один негосударственный собственник) или работникам этих предприятий. Эти акции зарегистрированы на имя профсоюза данного предприятия и распространяются, как правило, со значительной скидкой к рыночной цене. По истечении **6—12** месяцев с момента получения выдается разрешение на их реализацию.

Учет и хранение нерыночных акций осуществляет Государственное бюро по управлению имуществом. Акции предприятий и государства не подлежат продаже населению; их продажа **осуществляет-**

¹ Выпуск привилегированных акций и опционов не был предусмотрен.

ся только между китайскими институтами вне биржи и под контролем Комиссии по регулированию рынка ценных бумаг.

Рыночные акции имеет практически каждая китайская акционерная компания. Они могут свободно обращаться через биржу среди инвесторов, разделенных на две категории: резиденты и нерезиденты. Выпуск этих акций дифференцирован в зависимости от того, какой из этих категорий они предназначены. Резиденты могут покупать акции класса А на Шанхайской и Шэньчжэньской фондовых биржах. Акции класса В реализуются внутри страны на Шанхайской фондовой бирже и за гонконгские доллары на Шэньчжэньской фондовой бирже нерезидентам при посредничестве китайских иностранных брокеров. Ограничения на инвестирование средств в китайские акции американских инвестиционных компаний все больше либерализуются. Акции класса Н продаются нерезидентам на Гонконгской фондовой бирже в гонконгских долларах. На Нью-Йоркской, Лондонской и Сингапурской фондовых биржах в форме депозитарных расписок торгуются китайские **N-, L- и S-акции**.

Восстановление биржевого рынка Китая происходило в рамках экономических реформ конца XX в. В конце 1990 г. возобновила работу Шанхайская фондовая биржа. В июле 1991 г. в наиболее успешной специальной экономической зоне КНР была организована вторая крупная фондовая биржа — Шэньчжэньская. Это позволило предприятиям аккумулировать средства, а населению инвестировать их или играть на бирже, однако до 1992 г. обращались на биржевом рынке только облигации.

Несмотря на жесткое регулирование государством всех составляющих китайского фондового рынка, как и все рынки стран с переходной экономикой, этот рынок оставался неустойчивым и отличался высокой **волатильностью**. Взлеты и падения цен на торгуемые бумаги происходили часто и под воздействием не только экономических, но и многих других факторов. Вследствие этого фондовый рынок периода преобразований китайской экономики в рыночное хозяйство пережил многочисленные кризисы. В целом за 1990-е годы 18 раз отмечены случаи изменения индекса акций Шанхайской фондовой биржи на 15% за **день**¹. Наибольшее падение цен в конце XX в. было зафиксировано 18 февраля 1997 г. в связи со слухом о смерти тогдашнего лидера КНР Дэн Сяопина.

Быстрое развитие фондового рынка КНР после 2003 г. было определено приходом к власти нового руководства и в связи с этим внутренней социальной и политической стабилизацией страны. Главными компонентами стратегии развития Китая стали глобализация

¹ Рубцов **Б.Б.** Современные фондовые рынки.

экономики, защита прав частного собственника и постепенная политическая либерализация отношений с мировым сообществом. Этот курс сложился на рубеже 1999—2000 гг. в ответ на последствия Азиатского финансового кризиса 1997—1998 гг., который показал, что внешнее воздействие, не подконтрольное внутреннему регулированию, может перечеркнуть достижения национальной стратегии экономического развития. Ставка властей на фондовый рынок как один из возможных факторов экономического роста повысилась. За счет размещения акций в 2001 г. было привлечено 9,3 млрд долл., а к апрелю 2002 г. — около 150 млрд. Однако с 2004 г. вследствие чрезмерных темпов роста капитальных вложений и нового строительства, притока иностранных портфельных инвестиций при закрытости фондового рынка в КНР начался постепенный перегрев экономики. Он привел к падению котировок в мае-июне 2006 г. и спровоцировал затянувшийся обвал рынков акций стран мира 2007 г.

15.2. Первичный рынок ценных бумаг

Экономическое пространство, на котором происходит мобилизация временно свободных денежных средств инвесторов и направление их в реальный сектор экономики путем выпуска и размещения ценных бумаг от эмитента до их первого владельца, в Китае организовано в государственных интересах.

Эмиссия акций проводится в соответствии с национальным инвестиционным и кредитным планом путем выделения квот (лимитированных объемов) их выпуска. Планируют и регулируют распределение квот Государственная плановая комиссия и Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг. Общий объем квоты по стране на год ограничен, а его распределение происходит на основе заявленных из провинций и мегаполисов потребностей в преобразовании государственных предприятий в акционерные общества, создании новых компаний юридическими лицами или необходимости дополнительной эмиссии акций. При распределении квот учитываются такие факторы, как несовершенство отраслевой структуры производственных сил и необходимость выравнивания различий между уровнями развития отдельных провинций.

Квоты для будущих эмитентов ежегодно изменяются в зависимости от их класса. Требования к эмитенту акций класса А значительно ниже, чем к эмитенту класса В. Доступность выпуска определяет то, что подавляющая часть предприятий подают заявки на выпуск именно акций класса А.

Наиболее жесткие требования на фондовом рынке Китая предъявляются к потенциальным эмитентам — акционерным обществам, создаваемым юридическими лицами.

Условия проведения дополнительной подписки на акции могли предусматривать:

- не менее чем **10%-ную** среднегодовую рентабельность активов эмитента за последние три года;
- не менее чем среднеотраслевой показатель активы/обязательства;
- не менее чем **70%-ное** завершение предыдущих траншей акций;
- не менее чем **20%-ную** выплату дивидендов из чистой прибыли эмитента;
- наличие не менее 70% уставного капитала, не входящего в объем выпускаемых акций;
- при совершении предприятием первой открытой подписки (IPO) **А-акции** должны составлять не менее 25% всего выпущенного капитала;
- верхняя планка цены размещения акций не должна превышать чистую прибыль, приходящуюся на одну акцию, более чем в 15 раз и др.

В апреле 2005 г. правительство Китая приостановило прием заявок на первичные размещения акций, IPO, с целью **ограничить** предложение на фондовом рынке страны и ускорить приватизацию государственных долей в компаниях, которые уже торгуются на рынке. В мае 2007 г. Комиссия по рынку ценных бумаг Китая объявила о возобновлении приема от отечественных компаний заявок на первичные размещения акций, IPO, и выходе китайских компаний на фондовые биржи. По новым правилам возможность провести IPO имеют компании, работающие не менее трех лет. Объем консолидированной прибыли за последние три года должен превышать 30 млн юаней, или 3,7 млн долл. **США.**

Кроме того, компании, планирующие публичное размещение акций, обязаны получить одобрение властей региона, в котором они **зарегистрированы**.

По существующим в стране правилам инвесторы получают право покупки ценных бумаг в ходе их первичного размещения, заранее зарегистрировав свои заявки и выиграв тренд. По оценкам, в Китае активно работают более 20 млн индивидуальных инвесторов. Однако по мере постепенного совершенствования китайского финансового рынка непрерывно растет число институциональных инвесторов. Особенно активно обращаются ценные бумаги на межбанковских рынках. Среди участников межбанковского рынка облигаций насчитывается свыше трехсот коммерческих банков.

Помимо банковских финансовых организаций другие небанковские финансовые структуры, включая инвестиционные, финансово-бухгалтерские и страховые компании, быстро повышают свой уровень участия на рынке инвестиций. В докладе о развитии китайского финансового рынка в 2006 г., обнародованном Народным банком

Китай в мае 2007 г., сказано, что институциональные инвесторы уже стали основными участниками китайского фондового рынка.

Работают с инвестициями и несколько тысяч компаний, занимающихся управлением финансовой деятельностью предприятий, а также трастовые и консультационные компании. Под их управлением находится около 40% всего рынка ценных бумаг¹.

Размещение первичных выпусков возложено на андеррайтеров, которые в день первой открытой подписки 25% всех акций продают мелким инвесторам, однако, если после дополнительной эмиссии прибыль компании-эмитента упадет более чем на 50%, главный андеррайтер может лишиться своей лицензии. Купить отдельные виды акций нерезидентам можно через специально создаваемые инвестиционные фонды со статусом квалифицированного иностранного институционального инвестора (Qualified Foreign Institutional Investor, **QFII**).

На первичном рынке Китая доминирует купля-продажа государственных облигаций. На проведение открытой подписки на долговые инструменты имеют право исключительно государственные предприятия с гарантиями центрального правительства или правительств провинций. Рынок корпоративных облигаций страны остается очень маленьким. Только около двух десятков корпоративных облигаций котируются на биржах Шанхая и Шэньчжэня. Удельный вес облигаций предприятий в их общей эмиссии составляет не многим более 5%². За свою историю существования облигации страны размещались на рыночных условиях и через синдикат андеррайтеров, и через десятки первичных дилеров, и через аукционы. Однако облигации менее привлекательны, чем акции, и процесс их реализации проходит менее активно.

15.3. Вторичный рынок

Большое количество фондовых операций Китая осуществляется на вторичном рынке ценных бумаг. Здесь, за исключением первичного размещения, проводится огромное количество сделок, означающих смену владельца путем купли-продажи ценных бумаг на организованном биржевом и внебиржевом рынках. Поскольку на вторичном рынке сведение продавцов и покупателей обеспечивает повышение ликвидности ценных бумаг и выравнивание спроса на них, политика государства в отношении этого рынка построена таким образом, чтобы максимально контролировать происходящее на нем движение ценных бумаг. Государственными органами в Китае устанавли-

¹ Гурьев С. Мифы экономики: Заблуждения и стереотипы, которые распространяют СМИ и политики. М.: Альпина Бизнес Букс, 2006.

² Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки.

вается перечень финансовых инструментов, которые могут торговаться на вторичном рынке, и механизм их функционирования.

На биржевом рынке Китая сегодня обращаются рыночные акции, казначейские облигации, облигации предприятий, финансовых институтов и другие ценные бумаги. К участию в торгах на вторичный рынок допускаются эмитенты, инвесторы, специализированные компании по ценным бумагам, финансовые компании, брокерские и дилерские компании, банки, паевые инвестиционные фонды, фонды денежного рынка, биржевой фонд, инвестиционные консультанты, бухгалтерские компании по учету ценных бумаг и т.д.

В качестве основных организаторов вторичных торгов на внутреннем рынке действуют Шанхайская и Шэньчжэньская фондовые биржи.

Шанхайская фондовая биржа создана как чисто электронная биржа с большим числом компьютерных терминалов, принимающих заявки инвесторов со всей территории страны.

Это позволяет Шанхайской фондовой бирже производить до 16 000 транзакций в секунду (60 млн операций за день) и по своей операционной способности делает биржу одной из наиболее мощных в мире. Торги на бирже происходят в две короткие сессии: с 9 : 15 до 11 : 30 и с 13 : 00 до 15 : 00. Для ограничения спекуляций правила Шанхайской фондовой биржи не допускают внутридневного тренда и ограничивают внутридневное колебание цен всех типов акций и бумаг инвестиционных фондов пределами в 10%, при превышении этого норматива торговля на бирже автоматически останавливается. Расчеты по **А-акциям** осуществляются по схеме T + 1, по **В-акциям** — по схеме T + 3. Ежедневный объем сделок на Шанхайской фондовой бирже в августе 2007 г. составил 155,06 млрд юаней, а совокупный индекс ценных бумаг вырос до **5218,82 пункта**¹.

Так же организована и Шэньчжэньская фондовая биржа, имеющая собственную торговую платформу, на которой можно осуществлять до 20 млн сделок в день.

Две основные биржи Китая отличаются не столько объемом торгов, сколько наличием разных видов торгуемых бумаг.

Кросс-листинга в КНР не существует, поэтому клиенты бирж различны. Обращение ценных бумаг компаний на вторичном рынке выше, если они имеют листинг Шанхайской биржи. На ней же происходит около 80% биржевого оборота казначейскими облигациями. В то же время в Шэньчжэне выше доля акций работников предприятий.

В апреле 2007 г. число предприятий, котирующих акции на Шанхайской фондовой бирже, составило 849, на **Шэньчжэньской** — 608.

¹ Агентство Синьхуа. Он-лайн. 27.09.2007.

В октябре 2007 г. совокупный индекс курсов ценных бумаг на Шанхайской и **Шэньчжэньской** фондовых биржах составил соответственно 5718,49 и 19 119,57 пункта, а общая рыночная стоимость акций на двух китайских фондовых биржах оценивалась в 28,08 трлн юаней.

Биржи Шанхая и Шэньчжэня обслуживаются отделениями Китайской **депозитарно-клиринговой** компании (China Securities Depository and Clearing Co., Ltd), созданной в 2001 г. в Пекине.

Особое место на вторичном рынке Китая занимает Гонконгская фондовая биржа. Она сформировалась в качестве биржи, обслуживающей «домашний» рынок для нескольких крупных компаний Сян-гана (Гонконга), включая Hong Kong and Shanghai Banking Corp., Hutchison Whampoa и Cathay Pacific Airlines. Из 10 крупнейших эмиссий рынка акций Гонконга на местной бирже в 2000 г. обращалось примерно 50% их **стоимости**¹.

Переход Гонконга в 1987 г. под юрисдикцию Китая не привел к появлению более жесткого регулирования его фондового рынка, поэтому Гонконгская биржа по-прежнему остается биржей с более высокой долей спекулятивной активности, чем биржи рынка материковой части Китая. Имея современное техническое оснащение компьютерами, Гонконгская биржа сохраняет операционный зал, где происходит реальное исполнение сделок «с голоса». На ней активно идут торги по ценным бумагам нерезидентов и сделки с деривативами.

Возможности Гонконгской фондовой биржи определяются экономическим положением провинции. К началу XXI в. Гонконгская фондовая биржа по своему размеру заняла 16-е место в мире. За **2005—2006** гг. статус Гонконга значительно вырос. Три из четырех китайских коммерческих банков — Строительный, Торгово-промышленный и Банк Китая — вышли на Гонконгский фондовый рынок (акции пятого по величине Банка путей сообщения уже котируются на бирже). В 2006 г. Гонконг по объему выпущенных акций вышел на второе место, уступив лишь Лондону. По мнению западных экспертов, центр в Гонконге идет за Лондоном и Нью-Йорком по многим показателям, постепенно приобретая все черты мирового финансового центра.

В первой половине 1990-х годов на китайских фондовых биржах была разрешена торговля фьючерсами и производными на финансовые активы, после чего в Китае возникло около 50 фьючерсных товарных бирж, на которых действовало примерно 1000 брокерских компаний. С 1994 г. торговля фьючерсными контрактами была резко ограничена товарными фьючерсами. Сегодня сделки с деривативами совершаются на Шанхайской фьючерсной бирже, **Даляньской** товарной бирже и Товарной бирже Чжэнчжоу.

¹ Тьюлз Р., **Бредли** Э., Тьюлз Т. Фондовый рынок. 6-е изд.: Пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 2000.

Получить разрешение на торговлю на биржевом рынке Китая можно только через **листинговые** компании. В целом у 90% из них от 40 до 80% акций находятся непосредственно у государства или государственных **предприятий**¹. Остальные листинговые компании обслуживают доступ на биржи зарубежных брокерских и дилерских фирм по торговле В акциями и представительств зарубежных компаний по ценным бумагам. Чтобы бумаги попали в обращение вторичного биржевого рынка, необходимо разрешение Комиссии по регулированию рынка ценных бумаг, а для компаний высоких технологий — особое постановление Государственного совета.

При проведении листинга к компаниям, выходящим на биржевой рынок, предъявляются достаточно жесткие требования, которые предусматривают:

- размещение акции по открытой подписке;
- наличие капитала не менее 50 млн юаней;
- не менее трех лет прибыльной работы предприятия на рынке;
- более 1000 акционеров — владельцев акциями по номиналу на сумму не менее 1000 юаней;
- доля акций в свободном владении компании не менее 15% при уставном капитале свыше 400 млн юаней и 25% при меньшем уставном капитале;
- отсутствие противоправных действий и фальсификации отчетности компании в последние три года.

Несмотря на впечатляющие данные об оборотах биржевого рынка, в Китае около 2/3 всех (нерыночных) акций на него не допускаются, поэтому если в развитых странах в биржевых операциях участвует свыше 100% ВВП, то в КНР — около **12%**².

Внебиржевой рынок Китая сегодня представлен крупнейшей в мире по числу подключенных терминалов компьютеризированной системой STAQ (Securities Trading Automated Quotations System). Торговля акциями государственных компаний и государственных облигаций осуществляется также через Национальную электронную торговую систему (National Electronic Trading System, NETS).

Китайский внебиржевой фондовый рынок более чем на 90% состоит из торговли финансовыми облигациями и облигациями предприятий, но по сравнению с казначейскими облигациями обороты финансовых облигаций ничтожно малы. Казначейские облигации не облагаются налогами и наиболее привлекательны для населения — их основных покупателей. Частному инвестору через внебиржевую продажу попадают также акции, принадлежащие государ-

¹ Рубцов **Б. Б.** Современные фондовые рынки.

² Гуриев С. Указ. соч.

ству, если меняются держатели контрольного пакета акций. Согласно **Changjiang Securities** за пятилетие по меньшей мере половина зарегистрированных на бирже компаний были таким образом приватизированы¹.

Помимо местных институтов, участвующих в торгах на рынке ценных бумаг, более десяти лет на китайском фондовом рынке занимается бизнесом американская высокотехнологичная система NASDAQ. К 49 китайским компаниям, котирующим акции через систему NASDAQ, в 2006 г. добавились девять компаний, а за первые 8 месяцев 2007 г. — еще 15 китайских компаний. В сентябре 2007 г. Китайский комитет по контролю над ценными бумагами, учитывая востребованность NASDAQ на китайском рынке, утвердил решение о создании в Китае ее представительства.

15.4. Регулирование рынка ценных бумаг КНР

Рынок ценных бумаг Китая, будучи по своей природе свободным рыночным институтом, в значительной степени подвержен прямым и косвенным воздействиям со стороны государства. По мере развития рынка ценных бумаг его регулирование из локально осуществляемого двумя биржами превратилось в развитую структуру, в которой действуют специальные государственные органы. Для регулирования фондового рынка используются отработанные в интересах государства нормы и правила, призванные обеспечивать порядок деятельности всех его участников.

В 1992 г. была создана Комиссия по ценным бумагам при Государственном совете (State Council Securities Commission, SCSC). Имея разветвленную структуру, Комиссия выполняет функции надзора за соблюдением законодательства в этой области. В обязанности ей вменяется установление правил поведения на рынке ценных бумаг, а также с помощью подзаконных актов давать толкования положений законов, проводить выдачу и отзыв лицензий на право совершения операций с ценными бумагами и другое. Комиссия по ценным бумагам подчинена Государственному совету по выработке политики на рынке ценных бумаг, который помимо прочего принимает решения о допуске эмитента на зарубежный рынок.

В качестве исполнительного органа Комиссии по ценным бумагам в КНР учреждена Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг (China Securities Regulatory Commission, CSRC). Ее регулятивные меры сегодня сосредоточены на выводе денег из оборота с фи-

¹ Гуриев С. Указ. соч.

нансового рынка и реинвестировании их в реальный сектор китайской экономики.

В 1994 г. в Китае вышел в свет *Закон о компаниях*. Он установил права и обязанности акционеров, структуру органов управления компании, вопросы эмиссии акций, порядок участия компаний в эмиссии, условия операций листинга ценных бумаг, особенности работы с ценными бумагами формирующихся открытых акционерных обществ и др. Согласно Закону о компаниях в этих хозяйственных структурах должны быть совет директоров и наблюдательный совет.

С 1998 г. в Китае действуют два фундаментальных закона: Закон о ценных бумагах и Закон об инвестиционных фондах.

Закон о ценных бумагах, вступивший в силу в 1999 г., установил требования к открытой подписке на ценные бумаги, листингу, инсайдерской торговле, сделкам, реорганизации предприятий, созданию и функционированию фондовых бирж, клиринговых компаний, саморегулируемых организаций. В нем также прописаны меры ответственности за неправомерные действия на фондовом рынке и условия отзыва лицензии. Уровень предусмотренных штрафов в Китае колеблется от 30 тыс. до 600 тыс. юаней и зависит от вида нарушений. Незаконно полученная на фондовом рынке прибыль изымается у нарушителей в пятикратном размере.

Закон об инвестиционных фондах определил правила образования этих институтов и условия их функционирования, установил различия инвестиционных фондов закрытого и открытого типов. Выход Закона об инвестиционных фондах позволил развить положения о специфике фондов денежного рынка и биржевого. Руководствуясь прежде всего положениями этого закона, специализированными фирмами и банками создаются управляющие компании инвестиционных фондов. В настоящее время китайские инвестиционные компании являются основными институциональными инвесторами, хотя и не обладают достаточным капиталом для того, чтобы оказывать на фондовый рынок стабилизирующее воздействие.

Китай — унитарное государство, на его территории действует общая система права, от конституционных норм до подзаконных актов. Даже если правовой документ относится к сопутствующей сфере деятельности, он может воздействовать на рынок ценных бумаг. Уровень правовой регламентации в финансово-экономических вопросах определяет Конституция КНР. Нельзя эффективно регулировать рынок, не увязывая его действия с состоянием бюджета, банковской системы, системы страхования и т.д. Для усиления регулирующего воздействия отдельных сегментов китайского фондового рынка к нему привлечены центральный банк, Министерство юстиции, плановая комиссия, налоговые и иные институты власти.

Так, разрешение на проведение операций с ценными бумагами китайские инвестиционные компании получают не только через комиссию по ценным бумагам, но и у центрального банка. Учет и хранение нерыночных акций **осуществляет** Государственное бюро по управлению имуществом. В разрешении на выдачу квоты государственному предприятию участвуют помимо Комиссии по регулированию рынка ценных бумаг местная администрация, Государственная комиссия по экономике и торговле и Государственная комиссия по экономической перестройке. Посреднические фирмы, связанные с ценными бумагами (юридические, аудиторские и пр.), совместно контролируются CSRC и Министерством юстиции. Налогообложение ценных бумаг осуществляется через систему налоговых органов и формирует часть бюджета **Китая** за счет государственной пошлины. По расчетам экономистов, сохранение торгов на современном уровне позволило правительству Китая к 2007 г. увеличить сборы с фондового рынка с 20 млрд до 60 млрд долл. Разница в 40 млрд соответствует 7% доходов государственного бюджета Китая и почти эквивалентна официальным расходам на военные нужды.

Регулирование рынка ценных бумаг со стороны государства в КНР хотя и слабо, но дополняется системой негосударственных институтов регулирования. По аналогии со структурой рынка США в Китае в 1991 г. начала формироваться сеть *саморегулируемых* организаций. Они образуются как некоммерческие добровольные объединения участников фондового рынка. Устанавливаемые саморегулируемыми организациями правила поведения на фондовом рынке распространяются только на членов этих организаций. Ведущей из существующих сегодня в Китае саморегулируемых организаций является общенациональная Ассоциация участников фондового рынка. Принципы ее действия аналогичны принципам системы NASDAQ. В конце 2000 г. на фьючерсном рынке Китая создана Ассоциация участников фьючерсного рынка.

Сложившаяся в современных условиях система регулирования рынка ценных бумаг в КНР в целом преследует цель наиболее эффективного государственного воздействия на фондовый рынок для ограничения влияния этого рискованного сектора экономики на развитие производительных сил страны. Чтобы сохранить контроль над фондовым рынком, широко используется подмена рыночных механизмов административными в ценообразовании, формировании спроса, условиях конкуренции и т.п. Китайская схема регулирования рынка ценных бумаг — единственная в мире. Принимая решения за эмитентов и инвесторов, государство искажает рыночные отношения и ослабляет возможное положительное воздействие фондового рынка на экономику страны. Комиссия по регулированию

рынка ценных бумаг, компании, занимающиеся управлением фондами и ценными бумагами, и компании, акции которых котируются на бирже, в конечном счете все участники фондового рынка являются государственной собственностью, что оставляет мало надежд на улучшение его регулирования. Регулирование китайского рынка ценных бумаг должно иметь большую свободу действий, чтобы должным образом выполнить возложенные на него задачи по повышению эффективности и мобилизации средств, необходимых для развития экономики страны.

15.5. Тенденции развития рынка ценных бумаг Китая

Основная черта китайской экономической модели — сохранение ведущей роли государства во всех областях хозяйственной жизни страны. Это определяет и особенности сформировавшегося сегодня рынка ценных бумаг. Одна из основных причин создания рынка ценных бумаг в Китае заключалась в предположении, что рынок позволит улучшить механизм перераспределения капитала внутри страны, т.е. будет направлять его туда, где в нем существует наибольшая потребность, избегая неэффективно функционирующие сферы экономики и обремененные долгами банки. Однако практика показала, что в полную меру развивать фондовый рынок в качестве механизма привлечения инвестиций для китайского государства особого смысла не было. Экономика Китая и без помощи фондового рынка имеет лучший в мире механизм мобилизации огромных как внутренних, так и внешних источников финансирования экономики. Доля внутренних сбережений в ВВП страны за годы реформ не опускалась ниже 35%, временами достигая 42%, 85% активного сальдо платежного баланса КНР формируется за счет предприятий иностранного капитала. Иностранные инвесторы оказывают влияние краткосрочным спекулятивным спросом, формируя высокую долю иностранных инвестиций в экономику КНР: почти 80% из поступивших в страну средств происходит от проживающих за рубежом этнических китайцев.

Однако современный рынок ценных бумаг Китая не относится ни к категории мощных, ни к категории интернационализированных. Хотя на протяжении 1990-х годов для китайских фирм, или по крайней мере для бывших государственных предприятий, чьи акции обращаются на фондовой бирже, значимость фондового рынка возросла, основным источником финансирования в стране по-прежнему остаются банки. В 2002 г. выпуск акций на национальном рынке принес китайским компаниям 8,9 млрд долл., тогда как допол-

нительного капитала через банковское кредитование было получено в 20 раз **больше**¹. Кроме того, к размеру капитализации Китая следует подходить критически из-за подавляющего количества нерыночных бумаг. Они не могут свободно обращаться на рынке, а следовательно, подсчеты процесса капитализации несколько искусственны.

Самым большим фактором, сдерживающим развитие фондового рынка этой страны, является местная экономико-правовая среда. На оборотах фондового рынка КНР сказывается то, что, хотя он и остается каналом привлечения внешних и внутренних инвестиций в страну, он полностью регулируется государством. Государство ограничивает степень участия фондовых операций в международных экономических отношениях и нарушает ход рыночных процессов на внутреннем рынке. Авторитетный китайский экономист Ву Дзиньянь дал рынку такую характеристику: «Китайский фондовый рынок хуже, чем казино, — в конце концов, в казино есть **правила**»². Государственное вмешательство нарушает рыночную среду и условия конкуренции на фондовом рынке, когда предоставляет бывшим государственным предприятиям преференциальный режим, искусственно занижает процентные ставки или цену первичного размещения акций. На фондовых биржах 90% всех компаний Китая котируют акции бывших государственных предприятий, чья рыночная стоимость сильно завышается благодаря их искусственному дефициту³. Следствием таких мер является многократное превышение спроса вскоре после завершения процесса размещения IPO. Резкий рост котировок акций приводит к перегреву экономики и кризисам фондового рынка. Именно такие процессы происходят в последние годы в китайской экономике. В 2006 г. рост ВВП КНР на 10,7% произошел в том числе за счет большого притока капитала с розничного рынка и потому сопровождался стремительным развитием рынка ценных бумаг. В некоторые дни брокерские конторы открывали до 300 тыс. новых счетов для частных лиц. Население страны активно вкладывало деньги в акции, беря для этой цели кредиты в банках и даже отдавая под залог жилье. Взлет котировок Shanghai Composite за 2006 г. составил 130%.

Для оздоровления фондового рынка в январе 2007 г. было запрещено приобретать акции на деньги, полученные в кредит, использовать банковские займы для спекуляций с недвижимостью, однако принятые меры не дали желаемого результата, и фондовая лихорадка среди населения продолжалась. За первый месяц в 2007 г. **открыва-**

¹ Гурьев С. Указ. соч.

² Liu QMO Corporate Governance in China Current Practices. Economic **Effects**, and Institutional Determinants **Mimeo**. University of Hong Kong, 2005. С. 15.

³ Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки.

лось по 90 000 брокерских счетов в день — в 35 раз больше, чем годом ранее. За день до кризиса управляющая компания **CCB-Principal Fund Management** за несколько часов собрала в новый паевой фонд 10 млрд юаней (1,29 млрд долл.). К концу февраля индекс Shanghai Composite повысился на 13,4% и впервые превысил уровень 3000 пунктов.

Кризис фондового рынка Китая 27 февраля 2007 г. произошел из-за активного сброса инвесторами акций. Поводом для продаж послужила информация о том, что Государственный совет Китая одобрил создание специальной комиссии по борьбе с нелегальной торговлей акциями и другими запрещенными на фондовом рынке действиями. Для выявления нелегальных капиталов, на которые инвесторы могли покупать акции, и выведения их из оборота Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг Китая была намерена начать проверки китайских компаний. Ожидая того, что правительство примет меры для ужесточения доступа к торгам, 27 февраля институциональные инвесторы разом начали продавать акции, в которые у них было вложено много денег. Массовый сброс акций сопровождался стремительным падением их цены. Индексы китайского фондового рынка упали за один день так, как не снижались последние **10 лет**.

Китайский индекс Shanghai and Shenzhen 300, выросший за шесть торговых сессий на 13%, снизился сразу на 9,2%. Индекс Shanghai Composite упал на 8,8%. Серьезно подешевели бумаги крупнейших акционерных компаний страны, в том числе **Промышленно-торгового банка Китая** — на 8,05% и Банка Китая — на 7,23%. Ценные бумаги ведущей китайской нефтехимической компании Sinopet потеряли за день сразу 10% своей стоимости. Капитализация компаний, чьи акции котируются на Шанхайской фондовой бирже, снизилась за торговую сессию на 8 млрд долл. Всего за торговую сессию акции 249 компаний упали в цене более чем на 10%. Так попытка ужесточить контроль над притоком в страну спекулятивного капитала закончилась массовым выводом средств с китайского фондового рынка в объеме 140 млрд долл. Падение китайских индексов спровоцировало обвал и стало началом среднесрочной коррекции во всех странах мира. По оценкам экспертов, потери мирового фондового рынка составили 2,3 трлн долл. Собственники американских акций потеряли 600 млрд долл. Произошло резкое снижение индекса Dow Jones, который в течение торгов терял 546 пунктов, что стало самым глубоким падением с первого торгового дня после терактов И сентября 2001 г. (тогда индекс упал более чем на 680 пунктов).

Посыпались азиатские рынки: фондовые индексы стран Юго-Восточной Азии потеряли **2–3%**, на Токийской бирже произошло рекордное падение за последние шесть лет (3,3%), на Тайване биржу вообще закрыли. В Гонконге акции потеряли 2,9%, в Индии — 2,3,

на Филиппинах — 7,9%, что оказалось крупнейшим снижением в регионе за последние девять лет. По сообщению Bloomberg, 28 февраля сводный азиатский индекс Morgan Stanley Capital International Asia-Pacific Index потерял 3,4%.

Фондовые индексы стран Европы потеряли **1—1,5%**. Больше всех пострадали акции европейских компаний, имеющих значительные интересы в Китае. Главный индекс Лондонской фондовой биржи потерял 2,3% своей стоимости, Франкфуртской — 2,96, Парижской — 3,02, Миланской — 2,98, Амстердамской — 2,12, Брюссельской — 2,91, Цюрихской — 3,4%.

Вслед за фондовым рынком Китая показали снижение рынки акций стран с развивающейся экономикой. Котировки большинства российских ликвидных акций по итогам торгов упали на **2,8—5,1%**. Возглавили спад акции «Норильского никеля», Сбербанка и РАО «ЕЭС России». За два дня индекс РТС упал почти на 6%.

Аналитики предрекали кризису последствия, сравнимые со знаменитым Азиатским кризисом конца 1990-х годов, который сделал безработными 10 млн человек, примерно 50 млн в одной только Азии оказались за чертой бедности, а мировое производство сократилось на 2 трлн долл. Вариантом развития событий была и возможность повторения китайскими акциями истории рынка США в 2000—2002 гг., когда после значительного роста американский индекс S & P упал на 49%, или Саудовской Аравии в **2006—2007** гг., где после резкого взлета фондовый рынок упал на 66%. Однако дальнейшее развитие событий на китайском фондовом рынке этих прогнозов не оправдало.

Повторное падение международного фондового рынка произошло в течение недели, когда в начале марта 2007 г. на фоне паники «китайского синдрома» Мичиганским университетом были обнародованы результаты неудовлетворительной макроэкономической статистики. Индекс Шанхайской биржи 2 марта опустился на 3,6%, однако перед закрытием рынка немного отыграл свои позиции и завершил торговую сессию на уровне 2785,31 пункта (**-1,6%**). Гонконгский Hang Seng пережил худший день с конца 2003 г., потеряв за одну сессию 4%, а на Тайване сводный индекс Taieх упал на 3,7%.

Фондовые индексы в США в этот день закрылись понижением: индекс Dow Jones — на 0,98%, NASDAQ — на 1,51, а S&P — на 1,14%. Японский индекс Nikkei рухнул на 575,68 пункта (-3,34%) до уровня 16 642,25 пункта, что стало крупнейшим падением за один торговый день в последние девять месяцев. Индийский индекс Бомбейской фондовой биржи Sensex упал на 471,09 пункта (**-3,7%**), составив 12 415,04 пункта. Рынок акций Индонезии завершил торговый день со снижением индекса Jakarta Composite в 3,48%, фи-

липпинский PSE Composite упал на 4,54, южнокорейский Kospi — на 2,7, пакистанский Karachi SE 100 потерял **2,1%**. В наименьшей степени снизились европейские рынки. К середине дня 2 марта британский индекс FTSE 100 упал на 1,63%, французский CAC 40 — на 1,74, немецкий DAX снизился на 2,02%. Польский рынок за день снизился на **3,8%**, чешский — на **2%**. На российском рынке за один торговый день индекс ММВБ упал на 6%, РТС — на 5%.

Несмотря на прошедшие потрясения, фундаментально ни на китайском фондовом рынке, ни на рынках других стран ничего от падения акций не изменилось. Переживший значительную коррекцию фондовый рынок КНР в лучшем случае привел к переводу денег из одного актива в другой, но решить проблему перегрева не смог, так как спрос на акции остался по-прежнему высокий. Продолжалась активная эксплуатация доходов от торгов, направленная на реинвестирование в акции, производные инструменты и облигации. После продолжительного роста, резкого падения и быстрого восстановления роста совокупных индексов курсов ценных бумаг по состоянию на 20 апреля рыночная стоимость акций на Шанхайской и Шэньчжэньской фондовых биржах достигла 14,72 трлн юаней, увеличившись за неделю на 3,02%. В частности, рыночная стоимость акций на Шанхайской фондовой бирже составила 11 трлн 314,9 млрд юаней, увеличившись на 1,9% по сравнению с показателем 13 апреля, на Шэньчжэньской бирже — 3 трлн 406,7 млрд юаней (рост на 6,76%).

Опасаясь нового разогрева рынка акций, для снижения спекулятивных настроений и дальнейшего охлаждения фондового рынка в конце марта 2007 г. CSRC запретила открытым компаниям использовать для дальнейших покупок ценных бумаг на бирже поступления от продажи акций и доходов от биржевых операций с деривативами и конвертируемыми облигациями. Согласно новым правилам компании, акции которых обращаются на биржах, обязаны использовать доходы от продаж в четком соответствии с намерениями, заявленными ранее в проспектах эмиссий. Кроме того, Банк Китая повысил учетную ставку на 0,27%, до 6,39% годовых. Эта регулятивная мера также должна была способствовать оздоровлению ситуации в перегретой экономике страны.

Ограничили доступ на рынок акций и финансовых институтов. Среди финансовых институтов разрешение на инвестирование в акции получили только две страховые компании: China Life Insurance Co. и Ping An Insurance Co. В результате согласно подсчетам только Ping An за год заработала на фондовых операциях 5 млрд долл. В целях дальнейшего содействия развитию китайского фондового рынка Министерство финансов с санкции Государственного совета КНР приняло решение применить такой важный рычаг регулирования деятельности фондовых бирж, как процентную ставку гербового сбо-

ра по операциям с ценными бумагами: с 30 мая 2007 г. она повышалась с 1 до 3 промилле.

Вместе с тем рост интереса инвесторов к фондовому рынку продолжал увеличиваться, чему способствовали недорогие кредиты и инвестиции в ценные бумаги. Толчком к новому росту цен на акции послужила также информация о заметном повышении индекса деловой активности в обрабатывающей промышленности и отраслях электро-, газо- и водоснабжения. Это привело к тому, что в мае 2007 г. главный китайский фондовый индекс **Shanghai Composite** преодолел отметку в 4072 пункта и вырос менее чем за месяц в 2,6 раза. В последних числах мая общее число брокерских счетов в Китае достигло 100 млн, и только за один день 30 мая 2007 г. их было открыто 420 тыс. За полгода очень быстрого роста фондового рынка акции подорожали вдвое, и индексы также удвоили свои значения. Резкий рост китайского рынка продолжался и мог повлечь новое падение и новую волну мирового кризиса.

Пытаясь уменьшить это давление на экономику страны, власти приняли решение к июню повысить сбор с участников фондовых операций, увеличив государственные пошлины за биржевые торги с **0,1** до 0,3% стоимости сделки. Впоследствии предполагалось также сделать сберегательные счета более привлекательными для китайцев, чем высокорисковый рынок ценных бумаг за счет отмены **20%-ного** налога на доходы с банковских процентов и введения высокого (**30—40%**) налога на доходы с операций на фондовом рынке. Заявленные меры вызвали панику на фондовом рынке Китая, и за неделю падения цен акций из оборота исчезло 350 млрд долл. капитализации. Индекс Shanghai Composite 4 июня показал самое глубокое падение по числу пунктов в истории фондового рынка Китая, упав на 292 пункта — до 3511,43 (на **7,7%**.)

Несмотря на ожидания, на этот раз падение китайского рынка не повлияло на мировой рынок: гонконгский индекс Hang Seng вырос точно так же, как и японский Nikkei, на 2,25%. Региональный индекс Morgan Stanley Capital International Asia Pacific вырос на 0,7%. Небольшой эффект от падения китайского фондового рынка на соседние рынки аналитики объясняли его слабостью и значительной изолированностью от мировой финансовой системы, что противоречило предыдущему ходу событий.

Поскольку рынок ценных бумаг Китая относительно невелик и мало интернационализирован, он не должен был и не мог быть причиной обвала мировых рынков акций. Поэтому рассматривают две причины влияния кризиса китайского рынка ценных бумаг на мировой фондовый рынок. Кризис первой половины 2007 г. просто послужил детонатором потрясений мировых фондовых рынков. Он спровоцировал различные внутренние факторы в странах мира, ко-

торые повлияли друг на друга в меру глобализации фондового рынка. Сказалось и снижение Carry Trade, и рост иены в Японии, и февральские данные о ВВП Китая, показавшие перегретость экономики, и сложившееся состояние большинства мировых фондовых индексов (прежде всего американских, демонстрирующих на протяжении полугода устойчивый рост). Фактически индексы **фондовых** бирж мира уже были готовы к неизбежной коррекции, и для начала кризиса требовалось лишь некое событие, способное инициировать процесс снижения.

Тем не менее обвал мировых фондовых индексов последовал за обвалом на китайском рынке, а не наоборот. Поэтому следует учитывать, что китайская экономика играет все более важную роль на мировой экономической арене. Как показывают данные Всемирного банка, в **2003—2005** гг. в приросте мирового ВВП доля китайской экономики составляла в среднем **13,8%**, уступая по этому показателю лишь США. В течение почти 30 лет среднегодовой прирост китайской экономики превысил **9,6%**, в этот же период среднегодовые темпы роста мировой экономики составили около 3,3%. Удельный вес общих количественных показателей экономики Китая в мировой экономике вырос с 1,8 до 5%, коэффициент вклада роста китайской экономики в развитие глобальной экономики превысил 15%. В этих условиях китайский финансовый рынок стремительно развивается и становится одним из самых оживленных в мире. Именно на таком фоне Китай стал необходимым фактором тенденции развития мировой экономики.

Эксперты предполагают, что в 2008 г. темпы роста мировой экономики будут замедляться, но, если Китай сможет разрешить вопросы, касающиеся сбалансирования внутренней и внешней экономики, борьбы с загрязнением и расширения спроса, он будет, как и прежде, сохранять динамичный рост.

Основным итогом кризиса 2007 г., когда, казалось бы, чисто **внутрикитайские** события небольшого фондового рынка оказались способны стать причиной затянувшегося обвала мировых рынков акций, можно считать реакцию мирового сообщества на активно возрастающую в последние годы зависимость экономик стран мира от рискованного «китайского фактора», недоверие к которому усиливается.

Несмотря на потрясения, локальный китайский фондовый рынок в 2007 г. показал оживление в обращении ценных бумаг. Государство связывало усиление и улучшение регулирования и контроля с решением самых актуальных вопросов и для предотвращения перехода экономики от быстрого развития к перегреву и выработало ряд мер: выпуск векселей центрального банка, повышение уровня

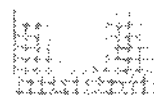
обязательных резервов депозитных учреждений, повышение процентных ставок по вкладам и кредитам и др.

В результате совокупный индекс ценных бумаг Шанхайской фондовой биржи в конце августа 2007 г. показал рост 92,2% по сравнению с началом года и его значение возросло с **2715,2** до 5218,82 пункта. По состоянию на 12 октября 2007 г., за торговую сессию общая рыночная стоимость находящихся в обращении на Шанхайской и Шэньчжэньской фондовых биржах акций достигла 28,77 трлн юаней.

Помимо роста рынка акций по октябрь 2007 г. был зарегистрирован **82,8%-ный** рост эмиссии облигаций по сравнению с тем же периодом 2006 г. В августе на межбанковском рынке ценных бумаг КНР произошло заметное увеличение выпуска облигаций специального государственного займа на 600 млрд юаней, финансовых ценных бумаг некоммерческого назначения и финансовых облигаций коммерческих банков.

Рынок ценных бумаг Китая развивается в соответствии с Программой социально-экономического развития страны на период 2006—2010 гг. Перспективы рынка связаны с процессом его либерализации за рубежом и внутри страны. Жесткие ограничения формирования квалифицированных институциональных инвесторов в КНР постепенно смягчаются. Иностранные компании в ближайшее время получают права создавать в Китае совместные предприятия по управлению ценными бумагами, выполнять функции андеррайтера, если в совместном предприятии доля иностранного капитала менее 33%. С сентября 2007 г., согласно данным Shanghai Securities News, регулятивные органы вносят изменения в требования обязательного минимума объема капитала, снижая норматив с 10 млрд до 5 млрд долл. Кроме того, квалифицированные иностранные институциональные инвесторы получают право открывать счета ценных бумаг и иметь дело с большим количеством брокеров. Руководство Китая в 2006 г. сняло ограничения на первичные размещения китайских акций за рубежом, и рекорд по их первоначальному публичному размещению (IPO) среди компаний на мировых биржах установил Торгово-промышленный банк Китая. В 2007 г. в Пекине открылся первый иностранный банк со статусом юридического лица.

На внутреннем рынке Китая в ближайшее время предусматривается увеличение объема корпоративных облигаций (их выпустит Китайская нефтехимическая корпорация на сумму 50 млрд юаней (около 6,7 млрд долл. США) и иные мероприятия по использованию инструментов фондового рынка для обеспечения стабильного роста экономики Китая.



Рынок ценных бумаг Франции и Италии

16.1. Рынок ценных бумаг Франции

Первичный рынок. Французский рынок ценных бумаг — один из старейших в Европе. С конца XVIII в. он развивался в основном как биржевой, представленный главным образом Парижской фондовой биржей, которая официально начала свою деятельность в 1789 г. Парижская биржа, а затем и другие фондовые биржи Франции в XIX — начале XX в. функционировали одновременно как первичные и вторичные рынки ценных бумаг. Фондовые биржи принимали новые эмиссии ценных бумаг, в основном акции, а затем шла вторичная их покупка и продажа. Этот механизм действовал до 1930-х годов, и лишь после кризиса **1929—1933** гг. начал формироваться первичный рынок ценных бумаг. Пик его развития пришелся на **70—80-е** годы XX в. в связи с тем, что, во-первых, до 1960-х годов французская экономика определялась наличием большой колониальной периферии в Азии и Африке, во-вторых, активным развитием европейской интеграции, в-третьих, обострением конкуренции как в самой Европе, так и за ее пределами. Именно в 1960-х годах во Франции началась модернизация промышленности и инфраструктуры на основе достижений научно-технической революции, требовавшая значительных денежных ресурсов, частично обеспеченных за счет первичного внебиржевого рынка, через который осуществлялась эмиссия новых ценных бумаг, в основном облигаций французских компаний и корпораций. Франция использовала при этом опыт США и других стран. Официально первичный рынок ценных бумаг Франции был образован в 1961 г. В качестве посредников здесь действуют эмиссионные синдикаты, создаваемые коммерческими банками, которые проводят андеррайтинг (подписку) на определенную **дату** или в течение установленного срока. Эти синдикаты размещают на первичном внебиржевом рынке часть новых эмиссий, другая часть идет на фондовую биржу. Новая эмиссия делится

между первичным и вторичным биржевыми рынками, обуславливая специфику французского рынка ценных бумаг. Синдикаты подписываются на все выпущенные ценные бумаги по заранее установленному курсу и распределяют их между своими членами. Для распределения риска размещения также создается гарантийный синдикат, который размещает ценные бумаги, подписываясь лишь на пакет нераспроданных бумаг. Взаимодействием эмиссионных и гарантийных синдикатов обеспечивается размещение новых эмиссий на первичном внебиржевом рынке Франции.

Различают два типа эмиссионных синдикатов: парижский, который несет солидарную ответственность за других членов, и лионский, который ее исключает.

Кроме андеррайтинга (подписки) на первичном рынке действует также публичное предложение, когда инициативная группа в лице банков предлагает юридическим и физическим лицам — инвесторами купить новые эмиссии ценных бумаг.

На первичном рынке эмитенты, как правило, — крупные промышленные, торговые и транспортные компании, стремящиеся за счет новых эмиссий облигаций и акций мобилизовать денежные средства для обновления своего производственного аппарата и технологий. Инвесторы, как правило, — депозитные и деловые банки, страховые компании, частные пенсионные фонды и т.д. На этом рынке активно работают также иностранные инвесторы — юридические лица.

Первичный рынок Франции отстает от рынков США, Японии, Англии, ФРГ по своим масштабам, совершенству механизма, скорости и размаху операций, разнообразию ценных бумаг. В 1980—1990-х годах он интенсивно развивался, расширялся и усложнялся за счет расширения масштабов операций, совершенствования механизма, увеличения количества ценных бумаг, привлечения новых эмитентов и инвесторов, обеспечивая необходимую мобилизацию денежного капитала во Франции как на микро-, так и на макроуровне.

Вторичный рынок. Подробно фондовый рынок рассмотрен в гл. 6. Здесь же добавим, что Парижская фондовая биржа — крупнейшая среди французских фондовых бирж. В 1989 г. биржа отказалась от системы торговли в операционном зале и заменила ее на электронную систему торговли Ассоциации фондовых брокеров. Рыночная капитализация всех французских акций оценивалась примерно в 302 млрд долл. — это третье место в Европе после Лондонской фондовой биржи и фондовых бирж Германии в целом.

Основные тенденции развития рынка. На рынке ценных бумаг Франции обращаются все виды классических видов ценных бумаг (акции, частные и государственные облигации), производные цен-

ные бумаги, а также финансовые инструменты. Рынку ценных бумаг (первичному и вторичному) здесь свойственно преобладание государственных ценных бумаг; широкое распространение получили эмиссии казначейских бон, половина которых приобретается населением, половина — кредитно-финансовыми институтами. Государство активно регулирует реализацию казначейских бон на рынке ценных бумаг, изменяя условия, срок, процентные ставки, налогообложение. Казначейские бонны выпускаются сроком от 1 до 5 лет.

Для покрытия дефицита государственного бюджета государство также выпускает облигации сроком до 10—15 лет. Важное место в объеме государственных ценных бумаг занимают облигации местных органов власти, в частности облигации, выпускаемые префектурами для пополнения финансовых ресурсов и покрытия местных дефицитов бюджета.

В качестве частных бумаг на рынке ценных бумаг Франции обращаются и акции и облигации. Большая часть их проходит через первичный рынок, особенно облигации.

Важная особенность развития рынка ценных бумаг — сравнительно небольшое участие населения в роли инвестора. В конце 1970 — начале 1980-х годов только 6,5% денежных накоплений населения было вложено в ценные бумаги. Доля держателей ценных бумаг составляла всего 3,5 млн чел., в то время как в США доля денежных сбережений населения, вложенных в ценные бумаги, в тот же период составляла 25%, в Англии — 15, Японии — 20, ФРГ — 12%. Это обусловлено, во-первых, уровнем доходов населения; во-вторых, предпочтениями французского населения (французы традиционно предпочитают банковские вклады и покупку золота). Это подтверждает и структура владения акциями во Франции: физические лица — 10,9%, институциональные инвесторы — 42,9, государство — 10,6, иностранцы — 36,0%.

Для стимулирования вложений населения в ценные бумаги после Второй мировой войны были созданы специальные учреждения, использовавшие привлеченные средства населения для приобретения ценных бумаг.

На первичном рынке ценных бумаг Франции наибольшим спросом у населения пользуются наиболее выгодные новые эмиссии, но и они удерживаются не более чем на 20%-ном уровне; остальная часть продается институциональным инвесторам — банкам, страховым компаниям, частным пенсионным фондам и др.

В 1970—1980-е годы для направления сбережений населения на рынок ценных бумаг в рамках предприятий и компаний были организованы так называемые планы сбережений предприятий, предусматривавшие создание дополнительных фондов **заработной** платы

на различные нужды рабочих (инвалидность, смерть, уход на пенсию). Средства этих фондов блокировались на сберегательных счетах в банках, направляясь на покупку ценных бумаг, включая акции данного предприятия. По существу, это было принудительное вложение в ценные бумаги, т.е. принудительная мобилизация денежных сбережений населения. Для мобилизации сбережений населения были созданы и инвестиционные клубы (клубы акционеров), куда вносились определенные первоначальные и последующие небольшие взносы нескольких (до **10—15**) человек, которые затем вкладывались в различные ценные бумаги.

Французский рынок ценных бумаг развивается как один из элементов международного рынка капиталов; на нем размещается большое количество евровалют, еврооблигаций и евроакций, эмитентами которых, как правило, становятся транснациональные корпорации, а инвесторами — транснациональные банки, страховые и инвестиционные компании, частные пенсионные фонды.

В 1999 г. с учетом тенденции к **электронизации** операций на Парижской фондовой бирже была создана электронная площадка торгов NSC. На ней были объединены первичный и вторичный рынки, а также рынки производных инструментов, клиринг и другие расчеты. Кроме того, в марте 2000 г. Парижская биржа объединилась с Брюссельской и Амстердамской, в результате была образована единая торговая система **Eurouext** для осуществления специализированных услуг. Теперь Парижская фондовая биржа торгует акциями, Амстердамская — производными бумагами, а Брюссельская — акциями небольших компаний.

Дальнейшие интеграционные процессы в рамках Европейского Союза, включая выпуск в обращение с 2002 г. евро, повысили международный статус рынка ценных бумаг Франции, придав ему новый импульс для развития **операций** как с национальными, так и с международными ценными бумагами.

16.2. Рынок ценных бумаг Италии

Общие тенденции развития рынка. Рынок ценных бумаг Италии — один из важных источников финансирования ее экономики. Его развитие определялось особенностями итальянской экономики. До конца XIX в. Италия была отсталой аграрной страной; интенсивное развитие рыночных капиталистических отношений началось с **1870** г. Но узость внутреннего рынка, отсутствие достаточной сырьевой и топливной базы, сохраняющиеся феодальные отношения препятствовали развитию капитализма в стране.

На рубеже XIX и XX вв. **Италия** активно участвовала в колониальных захватах и дележе земель в Восточной и Северной Африке

(Эритрее, Сомали, Ливии). В Первой мировой войне Италия участвовала на стороне Антанты, приспособляя свою внешнюю и экономическую политику к политике наиболее сильных стран, в частности Англии и Франции. Это наложило определенный отпечаток на развитие и структуру итальянской экономики. Участие в Первой мировой войне существенно ускорило концентрацию производства и капитала. Окончательно сформировались такие крупные компании, как **Ansaldo** в тяжелой промышленности, Fiat в автомобильной, Breda в военной, банки и страховые компании. Выпуск большого количества акций и облигаций способствовал расширению рынка ценных бумаг. Установление в 1922 г. фашистской диктатуры и милитаризация экономики в 1930-е годы обусловили дальнейшее развитие промышленности и появление полугосударственных и частных компаний в промышленности, создав благоприятные условия для развития рынка ценных бумаг. В этот период происходило расширение эмиссии ценных бумаг как частными компаниями, так и полугосударственными предприятиями. Стоимость ценных бумаг (частных и государственных) в **1925—1931** гг. составила свыше 500 **млн долл.**; при этом бумаг на 280 млн долл. приобрели американские компании. Основными инвесторами были коммерческие банки, которые вложили около 80% своих депозитов и текущих счетов в акции промышленных концернов. Кризис **1929—1933** гг. привел к обесценению акций, которые выкупались при фашистском режиме по высоким ценам для поддержки банков.

Милитаризация экономики потребовала денежных средств на модернизацию прежде всего обрабатывающей промышленности (автомобильной, авиационной, судостроительной, точного машиностроения, химической, резиновой, металлургической). В этот период крупные итальянские компании финансировали возросшие затраты и издержки, в том числе и за счет эмиссии ценных бумаг. Наиболее крупными эмитентами частных облигаций в 1920-е годы были Edison, Merdionale (электротехника), **Terni** (металлургия), Breda; общая сумма их эмиссии составила 47 млн долл. Стоимость акций, выпущенных крупными итальянскими компаниями, составила около **115** млн долл. Частично эти акции были приобретены банками и компаниями США, а частично — кредитными институтами и компаниями самой Италии. Именно в этот период отчетливо складывалась монополистическая структура итальянской экономики, где доминирующее положение заняли такие финансово-промышленные группы, как Fiat, Edison, Pirelli, Italcementi, Montecatini, ESSO, Olivetti, Snia-Viscosa, **Eridenia**, SME и др.

После Второй мировой войны начался этап восстановления экономики. Послевоенная разруха, ограничение рыночных отношений,

репарации, потеря колоний во многом определили дальнейшее развитие экономики, кредитно-финансовой сферы и рынка ценных бумаг.

Восстановление экономики в 1950-е годы привело к восстановлению и рынка ценных бумаг, который начал активно функционировать с начала 1960-х годов, чему в значительной степени способствовали вступление Италии в 1957 г. в Общий рынок и помощь США в рамках плана Маршалла. При этом сохранилась прежняя монополистическая структура итальянской экономики, созданы несколько крупных компаний с участием государства.

Сформировавшийся рынок ценных бумаг состоял из двух сегментов: первичного (внебиржевого) и вторичного (биржевого) — и был представлен десятью фондовыми биржами. Его интенсивное развитие проходило в **1960—1980-е** годы, в период модернизации итальянской промышленности под воздействием достижений научно-технической революции и обострения конкуренции между западными странами. В этих условиях рынок ценных бумаг сыграл важную роль как дополнительный источник финансирования экономики, несмотря на то что высокие налоги на прибыль до 1998 г. сдерживали выпуск ценных бумаг, особенно акций.

Первичный рынок. Первичный рынок в Италии зарождался в 1920-е годы и достаточно интенсивно развивался до начала Второй мировой войны, когда основными ценными бумагами были частные и государственные облигации, а основными эмитентами — крупные итальянские компании и концерны, использовавшие рынок для получения дополнительных денежных средств на развитие своего производства, модернизацию оборудования и технологических процессов.

После войны первичный рынок был восстановлен к началу 1960-х годов, а затем продолжал развиваться. Как и в других западных странах, он все больше становился облигационным: сюда поступали новые эмиссии облигаций крупнейших итальянских корпораций и компаний. Объем эмиссии частных облигаций превышал объем эмиссии акций и в **1982—1989** гг. составил соответственно 353,7 и **113,8** млрд лир. Основными ценными бумагами на рынке в **1960—1980-е** годы были частные и государственные облигации, а также акции.

Приватизация части государственных компаний способствовала расширению первичного рынка. В 1999 г. состоялось публичное размещение акций, которые были куплены институциональными инвесторами и 4 млн — частными лицами, в основном итальянцами.

Крупнейшая смешанная нефтегазовая компания Италии ENI летом 2000 г. под давлением правительства была намерена продать 36% государственного пакета акций. Реализация только 15% акций принесла в бюджет 6,2 млрд долл.

Благодаря первичному рынку, где размещалось большое количество частных облигационных займов, в Италии была осуществлена перестройка отраслевой структуры экономики, созданы новые отрасли экономики (нефтехимическая, электронная, информационная), повышены темпы экономического роста, произведено крупномасштабное обновление производственных фондов. Это позволило Италии укрепить свое положение в рамках Общего рынка и обеспечить стабильный экономический рост в 1990-е годы.

Тем не менее по своим масштабам и капитализации первичный рынок Италии уступает рынкам Англии, ФРГ, Франции, что обусловлено и тем, что в Италии многие компании традиционно ориентируются на краткосрочные и среднесрочные привлеченные источники в виде кредитов коммерческих и иных банков.

Вторичный рынок. В настоящее время в Италии насчитывается десять фондовых бирж, которые действуют в Болонье, Флоренции, Генуе, Милане, Неаполе, Риме, Палермо, Турине, Триесте и Венеции. Однако ведущая роль принадлежит шести из них, расположенных в Милане, Генуе, Турине, Флоренции, Венеции и Неаполе. Крупнейшая и ведущая фондовая биржа Италии — фондовая биржа Милана. Биржевая капитализация в Италии в 1990 г. составила 109 млрд ЭКЮ, или 5,4% объема всей Западной Европы, а в 2001 г. — 527 397 млн долл.

Организационная структура фондовых бирж Италии имеет свою специфику. Все фондовые биржи являются государственными учреждениями; они организуются в соответствии с указом президента Италии по предложению местных торговых палат. Фондовые биржи руководствуются рядом законов, определяющих общий порядок обращения ценных бумаг и их продажи на биржах. Надзор и контроль за деятельностью бирж проводит Министерство финансов, а также местные торговые палаты и Национальная комиссия по делам компаний и бирж. Представители Министерства финансов, как правило, участвуют в заседаниях руководящих органов бирж. Представитель Министерства финансов возглавляет комиссию, ведающую публикацией котировок акций; он может также **проверять** работу брокеров. Таким образом, ведущая роль в контроле на вторичном биржевом рынке принадлежит Министерству финансов, что обусловлено наличием государственной или смешанной собственности в экономике. Государству важно контролировать динамику ценных бумаг, выпускаемых государственными или смешанными компаниями, и их рынок.

Руководство фондовыми биржами осуществляют биржевые депутации (биржевые комитеты) либо исполнительные комитеты брокеров. Первые формируются по решению министра финансов и **вклю-**

чают одного представителя министерства, одного-двух представителей центрального банка (Банка Италии) и представителей местных торговых палат; вторые образуются в соответствии с законом, представляют интересы брокеров и регулируют их деятельность. Комитеты также определяют порядок установления котировок, решают споры между брокерами, руководят работой биржевой полиции по поручению биржевых депутаций.

На фондовых биржах Италии работают зарегистрированные брокеры, которые имеют статус государственных служащих и подчиняются президенту страны. Отбор брокеров проводится Министерством финансов на конкурсной основе с предъявлением специальных требований (итальянское гражданство, возраст не менее 27 лет, полная дееспособность, отсутствие исков о банкротстве, добропорядочное поведение и честность в делах, высшее образование в области экономики, статистики или права, работа не менее 5 лет сотрудником фондовой биржи). Вступая в должность, брокер должен внести гарантийный взнос деньгами или государственными облигациями. Кроме того, ответственность брокера гарантируют также специальным фондом Исполнительного комитета брокеров. Каждый брокер, работающий на бирже, может иметь одного или двух помощников, кандидатуры которых утверждаются брокерским комитетом и Министерством финансов. Число брокеров, работающих на той или иной бирже, зависит от мощности биржи и объема операций на ней (больше всего брокеров на Миланской фондовой бирже — до 130 человек, а меньше всего на бирже Венеции — 8). Ставки комиссионных брокерам устанавливает Министерство финансов после консультаций с Ассоциацией брокеров Италии.

После проведения крупных реформ иностранным компаниям разрешено включать свои акции в котировочный лист бирж. «Внутренняя» торговля, которая долгое время считалась важнейшим условием для членства на бирже, в мае 1991 г. была признана незаконной. Требования к отчетности были повышены. Теперь владельцы небольших пакетов акций могут получать информацию о цене покупки при поглощении или даже о самом поглощении.

Торговля проводится в традиционном операционном зале на торговых постах; существуют также посты для сделок с государственными облигациями, опционами и валютой. Большое количество сделок с акциями происходит вне биржи.

На вторичном биржевом рынке в Италии покупаются и продаются акции частных корпораций и компаний, государственные облигации, а также частные облигации, обеспеченные залогом недвижимости. На биржу допускаются облигации, которые эмитируют местные органы власти (провинции и **муниципалитеты**). Однако здесь

также преобладают акции. Все бумаги проходят процедуру допуска на надежность, качество и обеспеченность. Заявление о допуске своих ценных бумаг компании направляют в Комиссию по делам компаний и бирж, а решение о допуске к котировке принимается местной Торговой палатой согласно заключению Биржевой депутации и Исполнительного комитета брокеров и окончательно утверждается Министерством финансов Италии. Аналогичные правила действуют и для иностранных компаний; также требуются котировки данной бумаги на бирже своей страны; все документы должны быть подготовлены на итальянском языке. Компании, допущенные на биржи Италии, должны регулярно представлять отчеты, балансы, а также информацию о юридических и финансовых изменениях. Количественные условия допуска на фондовых биржах для итальянских и иностранных компаний практически одинаковы. Заявки рассматривают эксперты биржи в течение **10—15** месяцев; специальный комитет биржи дает оценку первоначального курса акций, который уже на бирже не может быть выше.

Начиная с 1956 г. нерезидентам разрешается **приобретать** через итальянских брокеров, банки и других посредников все виды ценных бумаг Италии. Дивиденды по акциям, проценты по облигациям разрешается свободно переводить за границу в размере 8% на вложенный капитал и при условии уплаты налогов. В 1980-е годы фондовые биржи расширили свои операции за счет организации параллельных вторичных рынков для мелких и средних компаний, акции которых не допускались на основные рынки фондовых бирж.

На фондовых биржах Италии проводятся кассовые сделки (со сроком оплаты не позднее следующего дня) и срочные (с оплатой в течение месяца). Основные виды срочных сделок — репорт, опционы и фьючерсы. Размеры комиссионных для брокеров несколько меньше, чем в других странах.

Развитию рынка акций и финансированию экономики через них в значительной степени препятствовали высокие налоги на прибыль компаний. Это мешало выпуску обыкновенных акций и вело к понижению капитализации акций как на первичном, так и на вторичном рынке. Снижение налогов в 1998 г. изменило положение в лучшую сторону. Структура владения акциями среди основных инвесторов в Италии следующая: институциональные инвесторы — 47%, индивидуальные — 25, иностранные — 8, государство — 20%.

Фондовые рынки стран Восточной Европы и СНГ

Среди стран Восточной Европы и СНГ, относящихся к группе государств с так называемой переходной экономикой, к наиболее развитым относятся фондовые рынки Польши, Венгрии и Чехии.

Среди стран СНГ проблемы функционирования рынков ценных бумаг наиболее характерно проявляются на Украине, в Белоруссии и Казахстане.

17.1. Рынок ценных бумаг стран Восточной Европы

В сфере развития фондовых рынков стран Восточной и Центральной Европы в настоящее время активно обсуждаются перспективные стратегии развития:

- создание регионального центра фондовых бирж;
- слияние с крупными фондовыми биржами по модели Euronext;
- выполнение операций по аналогии с фондовой биржей Дублина, где все операции по обработке транзакций ведет определенный финансовый орган.

Польша. Комиссия по ценным бумагам и Варшавская фондовая биржа были созданы в 1991 г., что составило основу разработки системы функционирования рынка ценных бумаг.

Правовые аспекты совершенствования регулирования рынка ценных бумаг в Польше отражены в Законе о публичном обращении ценных бумаг, который был принят в начале 1997 г., в ранее действовавшем законе 1991 г. были сформулированы законодательные основы фондового рынка.

В законе 1997 г. выделены следующие приоритетные меры: расширены сферы деятельности Комиссии по ценным бумагам, которая, в частности, является органом надзора за функционированием товарных бирж; определены способы либерализации рынка ценных бумаг, включающие упрощение процесса допуска к обращению новых выпусков ценных бумаг эмитентов, в том числе за границей, предоставлено больше возможностей резидентам страны приобре-

тать иностранные ценные бумаги, а также значительно расширены возможности осуществления операций брокерскими фирмами.

Комиссия по ценным бумагам является основным органом регулирования польского рынка ценных бумаг. Ее функции, во многом схожие с функциями Комиссии по ценным бумагам и биржам США, следующие:

- осуществляет регистрацию выпусков ценных бумаг частных эмитентов;
- проводит лицензирование деятельности участников рынка ценных бумаг (в том числе банков, компаний и специалистов фондового рынка) на основе выработки совместных решений с саморегулируемыми организациями (биржами, депозитариями, различными ассоциациями участников рынка);
- разрабатывает требования по обеспечению обращения ценных бумаг на бирже и внебиржевом рынке;
- осуществляет регулирование в сфере формирования инвестиционно-компенсационных систем;
- реализует деятельность по повышению уровня компетентности населения в области экономического образования по вопросам функционирования фондового рынка и другие виды деятельности.

Важнейшим приоритетом в работе Комиссии по ценным бумагам является защита прав акционеров, которая проявляется в обеспечении различных требований. Например, в Польше процесс приобретения 5% акций одного эмитента должен сопровождаться информированием Комиссии о сделках по купле-продаже. Акционеры, имеющие 10% голосующих акций и более, обязаны **уведомлять** комиссию о каждом изменении пакетов ценных бумаг, составляющих свыше 2% голосующих акций. Комиссия также требует предварительного уведомления, если доля крупного акционера превышает 50% голосов, при этом обязательно объявляется тендер.

Все эти и другие меры характеризуют усиление централизации функций регулирования на рынке ценных бумаг.

Варшавская фондовая биржа реализует свой операционный механизм с учетом принципа, в котором все сделки с ценными бумагами, допущенными к публичному обращению, за исключением государственных ценных бумаг, должны заключаться на организованном рынке. Все технологические операции на этой бирже разработаны совместно с Парижской биржей и Французским центральным депозитарием, в основу которых положена автоматизированная торговля ценными бумагами. Технология купли-продажи ценных бумаг осуществляется в безбумажной форме, все выпущенные акции депонируются в централизованном депозитарии в виде глобального сертификата, отдельные виды сертификатов акций отсутствуют. Реализуемые инвестором **сделки** отражаются на счету обслуживающего его инвестиционного

учреждения (брокерской фирмы или банка). В централизованном депозитарии имеются только счета банков и брокерских компаний.

Рынок ценных бумаг в Польше ориентировочно классифицируется на три группы институциональных инвесторов: польские институциональные инвесторы; польские индивидуальные инвесторы; внешние инвесторы.

Потенциал польских институциональных инвесторов представлен активами страховых компаний, инвестиционных фондов, пенсионных фондов (в том числе государственных, частных добровольных и обязательных) и другими институциональными участниками рынка.

Физические лица на польском рынке ценных бумаг занимают около 1/3 части рынка, число инвестиционных счетов достигает 1200 тыс., и имеется тенденция их увеличения в процессе осуществления крупных приватизационных проектов. Это также относится к усилению участия иностранных инвесторов на рынке ценных бумаг, которое в оборотах Варшавской биржи оценивается в **15–20%**.

Польский рынок государственных ценных бумаг ориентирован на практически нулевой уровень риска доходности, который сравним с банковскими депозитами. Участники рынка имеют реальную возможность реализовывать государственные ценные бумаги фактически в любой момент, сохраняя их доходность.

Виды ценных бумаг в Польше охватывают широкий спектр обращения на рынке. Среди них казначейские облигации, финансовые бонды Национального банка Польши, коммерческие и торговые векселя, банковские депозиты, акции компаний, выпускаемые как предъявительские, так и именные в наличной и безналичной форме, и др.

Казначейские облигации, эмиссия которых началась в июне 1992 г., выпускаются на один год, процентная ставка по ним привязана к уровню инфляции и превышает его на 5%. С сентября 1992 г. выпускаются также трехгодичные казначейские облигации (с сентября 1992 г.), процентная ставка ориентирована на ставку по трехмесячным казначейским векселям США, помноженную на коэффициент **1,1**. Казначейские облигации обращаются на Варшавской фондовой бирже и на внебиржевом рынке.

Рынок ценных бумаг в Польше имеет ряд проблем:

- связанных с приобретением крупных пакетов акций, когда инвесторы, чтобы уйти от конкурсных форм проведения торгов с ценными бумагами (тендеров), совместно приобретают акции как у частных продавцов, так и у государственных органов, тем самым превышая долю в 50%. Это также проявляется, когда инвесторы покупают акции у крупных акционеров-нерезидентов, являющихся эмитентами этих ценных бумаг;
- в сфере слияния и поглощения компаний, когда один из субъектов обладает определенной завышенной долей акций польского эмитента;

- в области стандартизации проспектов эмиссии ценных бумаг, вызванной, в частности, весьма незначительным объемом корпоративных облигаций на открытом рынке, и т.д.

Перспективы развития польского рынка ценных бумаг прежде всего связаны с необходимостью унификации действующего законодательства с требованиями стран Европейского Союза и решения стоящих проблем с учетом обострения конкуренции с иностранными участниками рынка и оттока средств на внешние рынки.

В Польше принят Закон о финансовом содействии развитию инвестиций, на основе которого отработана система критериев для принятия решений о выборе инвесторов, где выделяются следующие основные параметры:

- цена акций и срок платежа;
- условия инвестирования;
- экспортная нацеленность инвестиций в аспекте обеспечения либерализации торговли между Польшей и странами Евросоюза;
- когерентность с польскими обязательствами по отношению к Евросоюзу и ОЭСР;
- осуществление капиталовложений в проекты по защите окружающей среды и др.

Активная антимонопольная политика, установление обоснованных цен на акции с учетом маркетинговой политики предприятий, обеспечение обязательств по продаже и распределению ценных бумаг способствуют развитию процессов конкуренции, в значительной степени противодействуют намерениям инвесторов получить контрольные пакеты в отраслях экономики страны.

Варшавская фондовая биржа сейчас претендует на одно из ведущих мест в регионе стран Восточной и Центральной Европы: в ее листинге участвуют более 200 компаний, рыночная капитализация которых превышает 25 млрд долл.

В настоящее время действует соглашение о сотрудничестве между Варшавской фондовой биржей и Euronext, согласно которому участники фондового рынка Варшавы могут вести торги по акциям 2000 компаний в листинге Euronext, что позволяет сохранить необходимую и достаточную автономность польской фондовой биржи, содействует решению проблем утечки ликвидности и полного делистинга национальных компаний.

Число польских компаний, подающих заявки на участие в торгах на Лондонском рынке ценных бумаг, неуклонно растет.

Венгрия. Фондовый рынок Венгрии был сформирован одним из первых среди восточноевропейских стран: Будапештская фондовая биржа (БФК) была образована в июне 1990 г.

Торговая система БФК реализуется главным образом в автоматизированном режиме, сделки с ценными бумагами выполняются через компьютерную сеть с использованием специальных программных продуктов.

Особенностью обращения ценных бумаг на рынке и качественным отличием венгерской биржи является то, что потенциальный оборот акций эмитентов страны представлен на биржах в Лондоне (примерно 50%), в Вене (около 25%), в Мюнхене, т.е. на рынке ценных бумаг доминируют в основном иностранные инвесторы. На Будапештской фондовой бирже осуществляется торговля государственными ценными бумагами, опционными и фьючерсными контрактами.

Преобладание государственных ценных бумаг на рынке Венгрии в определенной мере препятствует доступу корпоративных ценных бумаг. В стране проводится внебиржевая торговля акциями, удовлетворяющими требованиям листинга, и **нелистинговыми** ценными бумагами.

Совместная деятельность Центральной клиринговой палаты и **централизованного депозитария** охватывает функциональный аспект **расчетно-клиринговой** системы страны, при этом все ценные бумаги содержатся только в открытом хранении и не могут классифицироваться по индивидуальным признакам, в том числе порядковым номерам.

Важнейший регулятор венгерского рынка ценных бумаг — Комиссия по ценным бумагам, которая была создана в 1998 г. на основе объединения Комиссии по ценным бумагам и биржам и банковского регулятивного органа. Принятые в конце 1998 г. законодательные меры определили состав профессиональных участников рынка ценных бумаг, где наряду с действующими ранее компаниями получили статус и кредитные учреждения, которые выпускают депозитные сертификаты. Законодательно определен выпуск ценных бумаг: обыкновенных и привилегированных акций, акций трудового коллектива, которые выпускаются как предъявительские и именные ценные бумаги, при этом их реестр, как правило, ведется самим эмитентом. Акции трудового коллектива могут выпускаться только при условии роста капитала за счет использования резервов компании, их доля в новом выпуске не должна превышать 10%. Выпускают также облигации, реализуемые в основном как предъявительские. Кроме того, законодательством предусмотрена возможность выпуска корпоративных облигаций, в том числе с фиксированной и плавающей ставками, конвертируемых и дисконтных облигаций. Корпоративные краткосрочные ценные бумаги представлены на рынке переводными векселями.

Рынок государственных ценных бумаг ориентирован главным образом на краткосрочные облигации, как процентные, так и дисконтные.

К особым проблемам рынка ценных бумаг в Венгрии, в частности, относятся:

- доминирование государственных ценных бумаг над другими сегментами рынка;
- наличие незначительного прогресса в сфере новых эмиссий ценных бумаг;
- нередкое падение цен и объемов торговли ценными бумагами, значительные колебания ликвидности рынка, напрямую зависящие от иностранных инвестиций;
- не всегда обоснованное присвоение инвестиционных и кредитных рейтингов, невозможность реально оценивать риски вложений без формирования и функционирования полноценной рыночной среды;
- усиление борьбы в области контроля за деятельностью приватизированных предприятий и организаций, выраженной в нарастании процессов скупки их акций, и др.

Решение этих проблем во многом характеризует основные тенденции регулирования и развития рынка.

В настоящее время Венгрия стала реальным объектом крупных прямых и портфельных иностранных инвестиций. Важность и значимость иностранных инвесторов для развития национальной экономики определяются прежде всего тем, что предприятия, контролируемые иностранными компаниями, обеспечивают около 80% национального экспорта и более 30% ВВП Венгрии.

Активно действует единый орган фондового, банковского и страхового надзора — национальное Управление финансового контроля, которое было образовано в 2000 г.

Будапештская фондовая биржа сейчас относится к одному из самых надежных и прозрачных финансовых органов, функционирующих в регионе стран Восточной и Центральной Европы. Основные положения и правила ее деятельности в должной мере соответствуют требованиям Евросоюза.

К наиболее высоколиквидным ценным бумагам, обращающимся на Будапештской фондовой бирже, относятся акции компаний нефтегазовой отрасли, связи, фармацевтических предприятий.

Развитие национального финансового ресурсного потенциала в сфере рискованного капитала во многом опережает другие страны Восточной и Центральной Европы. Это прежде всего определяется использованием основных источников формирования рискованного капитала:

- институциональных и частных инвесторов США (**60—70%**);
- европейских институциональных инвесторов и банков, включая ЕБРР (10-15%);
- венгерских банков, частных инвесторов и правительства.

Правительственные органы Венгрии приняли новую прогрессивную налоговую систему, в которой предусматривается скидка 50%

на увеличение рыночной стоимости ценных бумаг, участвующих в листинге на фондовой бирже Будапешта, что способствует привлечению иностранных инвесторов, расширению хозяйствующих субъектов для инвестирования национальной экономики.

Чехия. Рынок ценных бумаг Чехии характеризуется совокупностью взаимодействия биржевой системы — Пражской фондовой биржи и внебиржевой, которая, в **свою** очередь, включает внебиржевой оборот, основанный на непосредственном обращении пользователей в Депозитарный центр, и внебиржевую торговлю, реализуемую посредством центров, объединенных в торговую систему RM.

Пражская фондовая биржа (ПФБ) была создана в форме акционерного общества, ее технологическую основу составила система торговли ценными бумагами, используемая во Франции. Заявки на ценные бумаги поступают в автоматизированном режиме в центральный компьютер ПФБ либо из самого биржевого зала, либо от участников торговли непосредственно из их офисов с учетом применения компьютерных подсистем. Члены биржи осуществляют торговлю ценными бумагами с помощью внедрения и адаптации элементов электронной коммерциализации процессов, включающих автоматизацию взаимосвязанных процедур в сфере обработки и передачи необходимой информации, купли-продажи фондовых ценностей.

В начале ежедневной торговли ценными бумагами определяется единая цена открытия продаж, которая способствует достижению максимального объема проданных и купленных на бирже фондовых ценностей. Торговля на Пражской бирже осуществляется листинговыми ценными бумагами, также имеют хождение акции свободного и параллельного рынков.

Внебиржевая система, действующая на основе обращения в депозитарный центр, охватывает наибольший объем (до 90%) рынка ценных бумаг в Чехии, которые реализуются крупными пакетами.

Оборот внебиржевой системы торговли **RM** составляет примерно 7% всего чешского рынка. В этой внебиржевой системе торговля ценными бумагами осуществляется без посредников. Заявки инвесторов на ценные бумаги непосредственно размещаются на бумажных носителях, на дискетах или напрямую через терминалы компьютеров одного из 430 центров системы. Для обеспечения гарантий совершения сделок с ценными бумагами здесь требуется предварительное внесение инвестором денежных средств на специальные счета и др. Во внебиржевой системе RM не предоставляется информация об эмитентах ценных бумаг и не требуется листинг.

Регулирование рынка ценных бумаг осуществляет независимая государственная Комиссия по ценным бумагам; ранее это было прерогативой Министерства финансов Чехии. Действующим законодательством допускается эмиссия как именных, так и предъявительских акций. Все акции, имеющие хождение на рынке в результате привати-

зации, обращаются только в бездокументарной форме, и операции с ними регистрируются в централизованном депозитарии. Выпуск государственных облигаций занимает на чешском рынке относительно небольшой объем ценных бумаг; это характеризует наличие жесткой бюджетной политики, проводимой государством. Законодательные нормы определяют продажу стратегическим инвесторам государственной доли собственности, находящейся в банках, что свидетельствует об ускорении темпов капитализации. В настоящее время значительная часть брокерских компаний принадлежит иностранным банкам и компаниям по ценным бумагам.

Проблемы развития рынка ценных бумаг Чехии проявляются в следующем:

- происходят резкие колебания цен и объемов торговли ценными бумагами;
- наблюдается значительное снижение приоритетных аспектов функционирования фондового рынка при достижении в процессе акционирования «устойчивого» влияния инвесторов на деятельность фирм и компаний;
- происходит концентрация большей доли активов **приватизированных** предприятий в основном под эгидой состава инвестиционных институтов;
- между институциональными инвесторами совершаются сделки по «обмену» принадлежащими им акциями и др.

Главной задачей в сфере реализации государственной политики Чехии является создание и развитие приоритетной сферы для инвестиций в различные отрасли национальной экономики. Иностранные инвесторы имеют реальную (обеспеченную законодательством) возможность покупать чешские акции, что важно для развития инвестиционной сферы чешской экономики.

Действующее законодательство защищает иностранных предпринимателей от экспроприации вложений, устраняет двойное налогообложение, создает равные возможности в сфере деятельности клиентуры.

Сейчас на фондовом рынке в Чешской Республике функционируют разного рода объединения и ассоциации, в частности активно действуют Уния инвестиционных обществ, Ассоциация торговцев ценными бумагами и др.

На чешском рынке ценных бумаг первоочередной задачей является развитие деятельности централизованного депозитария и доведение уровня его функционирования до требований полноценного партнерства с иностранными централизованными депозитариями, в которых в том числе обеспечивается осуществление необходимых расчетов по всем инвестиционным инструментам рынков ценных бумаг.

В настоящее время решается проблема объединения функционирования рынков ценных бумаг Чехии и Словакии, что делает эти рынки наиболее привлекательными для иностранных инвесторов.

В стране существует проблема обеспечения развития многоступенчатой регистрации ценных бумаг. Так, торговля ценными бумагами на Пражской бирже разделена на ряд уровней, отражающих листинг организованного рынка ценных бумаг:

- «главный» рынок, где реализуются наиболее престижные и ликвидные ценные бумаги;
- «дополнительный» рынок, который призван расширять возможность влияния ценных бумаг, в том числе государственных облигаций, на котирование «главного» рынка;
- «новый» рынок, где обращаются ценные бумаги, эмитенты которых имеют короткую историю, и методы его деятельности схожи с методами торговли американских бирж;
- «свободный» рынок, где осуществляется торговля некотируемыми ценными бумагами, при этом плата за услуги на этом рынке минимальная.

Вместе с тем в Чехии еще не достаточно развита такая сфера функционирования финансового капитала, как первоначальное публичное предложение ценных бумаг.

17.2. Рынок ценных бумаг стран СНГ

Для успешного решения проблем приоритетного функционирования фондовых рынков стран СНГ прежде всего необходима реальная адаптация усилий в сфере правового обеспечения развития рынков ценных бумаг.

Украина. Структура рынка ценных бумаг Украины включает:

- внебиржевой оборот, представленный Первой фондовой торговой системой (**ПФТС**) и Южно-Украинской торгово-информационной системой (**ЮУТИС**), которые созданы как саморегулируемые организации в целях повышения эффективности управления портфелями ценных бумаг, обеспечения прозрачности и упорядочения фондового рынка;
- биржевую систему, состоящую из шести бирж — Украинской фондовой биржи (**УФБ**), Украинской межбанковской валютной биржи (**УМВБ**), Киевской международной фондовой биржи (**КМФБ**) и др.

Во внебиржевом секторе превалирует ПФТС, занимая ведущее место по объемам заключенных сделок на рынке ценных бумаг, доля которых превышает 50%. Действует электронная система ведения торгов в режиме реального времени; участники торгов несут ответственность за свои выставленные котировки. Внебиржевой оборот способствует развитию рынка ценных бумаг в интересах инвесторов и эмитентов, содействует привлечению финансовых ресурсов для предприятий и организаций, создает необходимые условия для диверсификации направлений предпринимательской деятельности, фор-

мирует инфраструктуру услуг инвестиционного консультирования и управления портфелями ценных бумаг. К условиям приостановки членства в ПФТС как саморегулируемой организации относятся: невыполнение решений ее руководства и третейского суда, несоблюдение профессиональных и этических норм поведения и правил торговли, невыполнение внутренних положений и требований данной торговой системы.

УФБ, как крупнейший профессиональный участник фондового рынка, также является саморегулируемой организацией, объединяющей около 30 филиалов. На УФБ реализуют деятельность свыше 200 брокерских фирм, объем сделок, в том числе по продаже акций крупнейших приватизируемых предприятий, составляет более 16% всего украинского рынка ценных бумаг. В биржевой системе через процедуры листинга и механизм биржевых торгов формируются максимально реальные цены на фондовые ценности, что усиливает доверие инвесторов, содействует развитию рынка ценных бумаг. УФБ — специализированное учреждение, в котором путем предоставления определенного места и способов оборота ценных бумаг, объединения спроса и предложения создаются условия для постоянно действующей централизованной торговли по единым правилам и технологии электронного оборота ценных бумаг. Члены фондовой биржи обязаны выполнять требования, установленные уставом и правилами УФБ. В частности, для обеспечения выполнения обязательств по операциям с ценными бумагами все участники торгов обязаны вносить залог в размере 10% стартовой цены данной позиции. В случае нарушения биржевых контрактов по купле-продаже ценных бумаг эти участники торгов уплачивают неустойку в размере 20% суммы сделки; брокерские фирмы отвечают своим местом на бирже.

В июне 1995 г. был создан центральный орган по формированию и обеспечению государственной политики в сфере регулирования и координации развития рынка ценных бумаг — Государственная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку Украины (**ГКЦБФР**). Особая роль Комиссии проявляется в разработке и принятии законодательных основ развития финансовой системы страны, в том числе: в законах «О государственном регулировании рынка ценных бумаг» (октябрь 1996 г.); «О национальной депозитарной системе и особенностях электронного обращения ценных бумаг» (декабрь 1997 г.); в «Положении о лицензировании профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг» (октябрь 2000 г.) и др. В настоящее время ГКЦБФР реализует приоритетные направления Комплексной программы развития фондового рынка Украины до 2010 г., нацеленной на решение проблем приватизации, совершенствование системы привлечения инвесторов, защиты их прав и экономических интересов, формирование прозрачного, конкурентного и эффективного фондового рынка страны. В частности, принцип

прозрачности рынка выражается в обеспечении требований инвесторов по предоставлению необходимой и достаточной информации, отражающей условия гласности и открытости финансовой деятельности эмитентов, устраняющей **дискриминацию** в сфере выпуска и оборота ценных бумаг. Принцип конкурентности фондового рынка связан с достижением беспрепятственной и добросовестной предпринимательской деятельности эмитентов, инвесторов и рыночных посредников, формированием реальных условий для наиболее выгодного привлечения и использования ресурсов, применением обоснованных цен. Принцип эффективности проявляется в оценке реализации потенциальных возможностей и достижении реальных результатов фондового рынка, соотносенных с затратами на мобилизацию и размещение финансовых ресурсов в приоритетных сферах хозяйствования. Выполняя функции регулирования рынка ценных бумаг, ГКЦБФР разрабатывает нормативные акты, регулирующие координацию деятельности участников фондового рынка, в том числе банковских учреждений, осуществляет деятельность по надзору и контролю за соблюдением действующего законодательства и применению санкций за его нарушение. В частности, осуществляет надзор за размещением ценных бумаг как украинских эмитентов на международных фондовых рынках, так и эмитентов иностранных государств на фондовом рынке страны, при этом обладает правом делегирования определенных функций регулирования деятельности участников фондового рынка саморегулируемым организациям.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг на Украине, общая численность которых приближается к 2,0 тыс., классифицируются следующим образом:

- лицензированные учреждения — торговцы ценных бумаг — 48%;
- институты-регистраторы как специализированные депозитарные учреждения — 23%;
- инвестиционные фонды и компании — 13%;
- банковские структуры — 12%;
- институты-хранители, в том числе локальные трасты **банков**, — 4%.

Единая депозитарная система Украины включает Национальный депозитарий (**НДУ**), специализированные депозитарные учреждения, региональные центры обслуживания, банки как депозитарные посредники.

НДУ функционирует в форме открытого акционерного общества. К основным видам его деятельности относятся:

- стандартизация депозитарного учета ценных бумаг с учетом международных требований;
- унификация документооборота по операциям с ценными бумагами и их кодификация согласно международным стандартам;

- ведение реестров владельцев ценных бумаг;
- клиринг и обеспечение компьютеризированных систем безналичных расчетов по обслуживанию обращения ценных бумаг;
- развитие отношений с депозитарными учреждениями зарубежных стран для совершенствования выполнения международных операций с ценными бумагами и др.

В настоящее время разрабатывается законодательная база, необходимая для создания условий функционирования инвестиционных фондов и компаний, в том числе для привлечения иностранных инвесторов. Для этого устанавливаются льготные режимы инвестиционной деятельности, при которых государственные органы Украины не имеют права национализировать и реквизирировать иностранные инвестиции, за исключением форс-мажорных обстоятельств — стихийных бедствий, аварий, эпидемий и т.д. Наряду с этим **иностран**ные инвесторы получают право на возмещение убытков, включая упущенную выгоду и моральный ущерб, причиненный им вследствие ненадлежащих действий со стороны госорганов. Компенсации за понесенные расходы и убытки иностранных инвесторов возмещаются в быстрой и адекватной форме в текущих рыночных ценах при наличии аудиторских подтверждений. Сумма возмещения выплачивается в приемлемой для иностранного инвестора валюте, при этом с момента возникновения этого права и до момента его выполнения на сумму компенсации начисляются проценты согласно средней ставке процента на рынке евровалют, в частности по ставке ЛИБОР. Иностранным инвесторам также гарантируется беспрепятственный и безотлагательный перевод за границу прибыли, дохода и других средств в иностранной валюте, полученных на законных основаниях, и при уплате налогов, сборов и обязательных платежей. Иностранные инвесторы приобретают право на возврат своих инвестиций не позднее шести месяцев со дня прекращения инвестиционной деятельности в натуральной форме или в валюте инвестирования в сумме фактического взноса (с учетом возможного уменьшения уставного фонда) без уплаты таможенной пошлины, а также доходов с этих инвестиций в денежной либо товарной форме по реальной рыночной стоимости на момент окончания инвестиционной деятельности.

Важную роль и значение в развитии системы регулирования и контроля на рынке ценных бумаг играют саморегулируемые организации. К ним относятся: Украинская ассоциация инвестиционного бизнеса (УАИБ), Ассоциация участников фондового рынка (АУФР), Профессиональная ассоциация регистраторов и депозитариев (**ПАРД**), фондовые биржи и две внебиржевые торговые системы. Для профессиональных участников фондового рынка быть саморегулируемой организацией обязательно.

В УАИБ входят: банки, инвестиционные фонды и компании, доверительные общества и торговцы ценных бумаг в статусе **юриди-**

ческих лиц. Сфера деятельности **УАИБ** охватывает всю территорию страны, ее представительства действуют в основных экономических регионах. Члены УАИБ в своей деятельности руководствуются Кодексом способов дисциплинарного влияния и этическим кодексом, в которых отражены основные условия реализации принципов саморегулирования на рынке ценных бумаг, в том числе самостоятельный выбор участниками приоритетных функциональных аспектов в соответствии с установленными стандартами проведения операций, соблюдения норм поведения и правил честной, справедливой деятельности на фондовом рынке. К органам управления УАИБ относятся совет ассоциации, исполнительная дирекция, дисциплинарный комитет и третейский суд.

Обеспечение оборота финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг осуществляется посредством купли-продажи ценных бумаг, которые классифицируются на следующие основные виды: государственные ценные бумаги — облигации внутреннего государственного займа и облигации местных займов; корпоративные ценные бумаги — акции и облигации предприятий и организаций, инвестиционные сертификаты инвестиционных фондов и компаний. Украинский рынок облигаций местных займов и корпоративных облигаций представлен весьма незначительным объемом.

Развитие рынка ценных бумаг Украины имеет ряд проблем:

- инвестиционная активность населения страны крайне ограничена и сводится главным образом к использованию приватизационных имущественных сертификатов;
- финансовый капитал не участвует в развитии наиболее приоритетных отраслей хозяйствования и экономики страны в целом;
- фондовый рынок в основном функционирует как малоликвидный и непрозрачный для инвесторов;
- разработана система защиты прав и экономических интересов инвесторов недостаточно, в должной мере не отработан механизм для осуществления иностранными инвесторами и портфельных инвестиций.

Одно из важнейших направлений развития фондового рынка Украины — создание реальной основы для его перспективного использования как системы привлечения, распределения и управления инвестиционными ресурсами на мировом рынке капиталов.

Усиливается тенденция роста объемов новых выпусков облигаций акционерными обществами, которая основывается на следующих позициях рынка ценных бумаг:

- на увеличении спроса на финансовые инвестиции, которые реально соотносились бы с возможностью привлечения заемных средств и формированием публичной кредитной линии;

- использовании ценных бумаг в качестве важного инструментария в процессе движения денежных потоков хозяйствующих субъектов и обеспечения требований налоговой системы.

Структурный состав эмитентов ценных бумаг в региональном представлен следующим образом:

<i>Региональный рынок</i>	<i>%</i>
Киевский	66,2
Харьковский	8,0
Запорожский	4,2
Днепропетровский	4,0
Львовский	3,9
Донецкий	3,7
Другие	10,0

Структурное распределение эмитентов ценных бумаг по основным отраслям экономики Украины в 2003 г. составляет:

<i>Отрасль</i>	<i>%</i>
Связь	18,2
Транспорт	13,2
Финансы	12,4
Электроэнергетика	11,5
Машиностроение	10,3
Топливная промышленность	8,3
Пищевая промышленность	4,7
Другие	21,5

Ряд фондовых площадок Украины, в том числе **ПФТС**, начиная с 2008 г. нацелены на внедрение приоритетной прогрессивной технологии торгов на рынке ценных бумаг — развитие рынка заявок. Эта технология является важнейшей составной частью зарубежных фондовых рынков, на ее основе формируется интернет-трейдинг. Пик выхода украинских ценных бумаг на международные фондовые биржи ожидается в 2009 г.

Фондовый рынок Украины находится под влиянием следующих факторов:

- нестабильности политической и социально-экономической обстановки в стране;
- снижения выпуска облигаций субъектами хозяйствования;
- уменьшения влияния финансовых посредников по выпуску публичных эмиссий ценных бумаг;
- отсутствия перспективных программ выпуска облигаций местных займов.

Республика Беларусь. Полноценный рынок белорусских ценных бумаг находится в стадии активного формирования. Государственно-правовое регулирование деятельности профессиональных участников рынка возложено на созданную в 1999 г. Государственную комиссию по ценным бумагам (ГКЦБ), функции которой ранее выполнял Комитет по ценным бумагам при Министерстве финансов.

Биржевой рынок представлен Белорусской **валютно-фондовой** биржей (статус ОАО получен в 1999 г.), в которой в основном обращаются государственные ценные бумаги.

Внебиржевой рынок ориентирован главным образом на корпоративные ценные бумаги и пока еще менее развит.

Депозитарная система включает Республиканский центральный депозитарий, депозитарий Национального банка и уполномоченные депозитарии.

Основы функционирования белорусского рынка ценных бумаг определяются законодательной и нормативной базой, выраженной в Законе «О ценных бумагах и фондовых биржах» (1992 г.) в последней редакции, в «Единых требованиях к профессиональным участникам рынка ценных бумаг, фондовым биржам, их руководителям и сотрудникам» (1994); «Инструкции о порядке ведения реестра владельцев именных акций АО» (1996), включающих изменения и дополнения, и др. Законодательная база рынка ценных бумаг расширяется и совершенствуется, в ней отражаются характерные признаки и особенности профессиональной деятельности с ценными бумагами.

Профессиональными участниками рынка ценных бумаг могут быть юридические лица любой организационно-правовой формы, имеющие лицензию. Проведение ими операций должно быть систематическим, совершение единичных операций к этой деятельности не относится. Основной целью предпринимательской деятельности на рынке ценных бумаг может быть лишь получение дохода. Если деятельность не направлена на получение дохода от ценных бумаг, а преследует достижение иных целей (потребительских), то такая деятельность не относится к профессиональной. Не является также профессиональной деятельность в сфере совершения операций с собственными ценными бумагами, т.е. при купле, продаже, хранении и учете этих ценных бумаг.

Лицензия профессионального участника рынка как специальное разрешение **ГКЦБ** выдается на ведение одновременно нескольких видов деятельности или на отдельный ее вид, в том числе на посредническую, коммерческую, депозитарную (специализированного регистратора), консультационную и т.д. Правовые основы регулируются Гражданским кодексом.

Посредническая деятельность характеризуется куплей-продажей ценных бумаг за счет и по поручению клиентов. Посреднические операции с ценными бумагами могут осуществляться на основе заключения с клиентами договоров поручения. Договор поручения прекращается в том числе с истечением его срока, исполнением поручения, в случае реорганизации или ликвидации юридического лица, утраты физическим лицом гражданской дееспособности или его смерти. Если договор поручения прекращен до того, как поручение исполнено полностью, доверитель обязан возместить поверенному

издержки, понесенные при исполнении поручения, а если поверенному причиталось вознаграждение — также уплатить ее соразмерно выполненной им работе. Эта обязанность не применяется к исполнению после того, как становится известно о прекращении поручения. По договору поручения правопреемственность не допускается. Посреднические операции также могут осуществляться посредством договора комиссии, согласно которому одна сторона (комиссионер) обязуется по поручению другой стороны (комитента) совершить для него гражданско-правовую сделку с ценными бумагами за вознаграждение от своего имени и за счет комитента. Если профессиональный участник по поручению приобретает более 5% акций одного эмитента с правом голоса в течение 5 дней, он обязан сообщить об этом в **ГКЦБ**. Аналогичные требования предъявляются в случае приобретения данным лицом каждых дополнительных 5% акций этого эмитента.

К коммерческой деятельности профессиональных участников относится купля-продажа ценных бумаг от своего имени и за свой счет. В данном случае профессиональный участник приобретает ценные бумаги на срок до 1 месяца, после этого он продает их в течение месяца другому клиенту, который не является составителем этих ценных бумаг. До совершения сделки купли-продажи с ценными бумагами профессиональный участник обязан публично объявить фиксированные (предельные) цены. Коммерческая деятельность непосредственно проявляется в процессе заключения юридически самостоятельных договоров купли-продажи ценных бумаг между профессиональным участником и клиентом. Договор исполняется реально, т.е. передаются ценные бумаги, а не денежная компенсация; клиент обязан принять ценные бумаги и заявить все свои претензии немедленно или в течение 6 месяцев со дня передачи ценных бумаг; иск о недостатках проданной ценной бумаги предъявляется в шестимесячный срок со дня обязательного заявления претензии и т.д.

Профессиональный участник обязан вести учет и способствовать достижению специализированной регистрации каждой совершенной им сделки. К регистрации принимаются только сделки с ценными бумагами, имеющими государственный номер и выполненные на основании договора или других документов, подтверждающих право на совершение сделки. Сделки регистрируются в специальных учетных регистрах. Хранение ценных бумаг осуществляется специализированным регистратором или депозитарием на основании депозитарного договора, в соответствии с которым специализированный регистратор (депозитарий) обязуется хранить ценные бумаги на специальном счете клиента (депонента), вести их учет, зачислять поступающие на этот счет (депо) ценные бумаги, выполнять распоряжения депонента о перечислении ценных бумаг и о проведении иных законных операций.

Консультационная деятельность на рынке ценных бумаг выражается в оказании профессиональным участникам комплекса услуг

по всем видам профессиональной деятельности. Консультационные услуги по обращению ценных бумаг могут оказывать только лица, осуществляющие какой-либо из видов профессиональной деятельности с ценными бумагами. С клиентом заключается договор-подряд на оказание консультационных услуг, на основании которого профессиональный участник по поручению клиента своими силами и за свой счет проводит определенный объем аналитической работы в целях определения конкретных форм, методов и порядка разрешения тех или иных проблем на рынке ценных бумаг.

К основным видам ценных бумаг, представленных на фондовом рынке в Беларуси, относятся: государственные краткосрочные облигации (ГКО), долгосрочные государственные облигации (ДГО) и казначейские обязательства Национального банка РБ. Также весьма незначительно обращаются акции промышленных предприятий, товарные и банковские векселя.

В целом для создания полновесного и стабильного рынка ценных бумаг в Республике Беларусь необходимо:

- наличие широкого спектра частной собственности во всех областях, в том числе в среднем и малом бизнесе;
- дальнейшее развитие инфраструктуры фондового рынка;
- новые эмиссии ценных бумаг;
- достижение уравновешенного соотношения внутренних и внешних инвестиций и др.

Этим требованиям в определенной мере отвечает проводимая в Беларуси политика общеэкономического сближения с Россией, примером которой, по всей вероятности, может служить создание и функционирование единой торговой площадки Белорусской валютно-фондовой биржи и Московской межбанковской валютной биржи.

К основным факторам развития фондового рынка страны относятся следующие:

- достижение реальных перспектив отмены моратория на обращение акций;
- увеличение финансовых сделок по обеспечению права собственности на акции;
- рост объема рынка акционерного капитала;
- усиление развития рынка акций.

Структурный состав ценных бумаг, обращаемых на рынке ценных бумаг Республики Беларусь, включает, %:

ГКО и ДГО	86,81
Акции НКГ «Славнефть»	9,43
Векселя РУП «Белтрансгаз»	3,29
Внебиржевой рынок акций	0,23
Казначейские обязательства Национального банка	0,19
Биржевой рынок акций	0,02
Другие	0,03

Основные торги с ценными бумагами на Белорусской валютно-фондовой бирже проходят в электронном режиме. Участники рынка ценных бумаг совершают операции через систему интернет-трейдинга, используя также терминалы. Сайт этой биржи служит основой раскрытия эмитентами требуемой информации.

Нерезиденты — физические и юридические лица могут участвовать в операциях с ценными бумагами, для этого необходимо заключить договор на брокерское обслуживание с одним из профессиональных участников белорусского рынка, налог на доход от операций для нерезидентов составляет 40%.

Важным аспектом развития рынка ценных бумаг в Республике Беларусь является планируемое с 2008 г. размещение **евробондов**.

Казахстан. Проблемы функционирования рынка ценных бумаг в Казахстане в большей мере отражают сложившиеся кризисные экономические ситуации в стране, связанные прежде всего с дефицитом бюджета, нехваткой инвестиционных ресурсов и недостаточно отработанными механизмами реализации правовой инфраструктуры.

Законодательная база рынка ценных бумаг Казахстана создана на основе Указа президента страны (имеющего силу закона) «О ценных бумагах и фондовой бирже» (1995 г.), Закона «О рынке ценных бумаг» (1997 г.), дополненного в редакции 1999 г., законодательных актов «О регистрации сделок с ценными бумагами в РК» (1997 г.), «Об инвестиционных фондах в РК» (1997 г.), «О вопросах развития рынка ценных бумаг в РК» (1999 г.) и др.

Контроль за выполнением этих законодательных основ возложен на Национальную комиссию по ценным бумагам, которая по статусу является органом государственного регулирования деятельности профессиональных участников рынка. Функционируют и саморегулируемые организации, нацеленные на усиление координации работы профессиональных участников рынка ценных бумаг, представления и защиты их интересов, которые в свою очередь обязаны быть саморегулируемыми. Это обязательное основание для получения, приостановления или отзыва лицензий претендентов на осуществление того или иного вида профессиональной деятельности на казахском рынке ценных бумаг. Саморегулируемые организации также имеют полномочия в сфере профессионального обучения специалистов на фондовом рынке, и, как реально действующим институтам, им передаются отдельные функции контроля и надзора.

Организационное построение рынка ценных бумаг в Казахстане имеет характерные особенности. В него входят следующие структурные компоненты (структурные секторы):

- Казахская фондовая биржа, приоритетным видом деятельности которой является организация и проведение торговли ценными бумагами в соответствии с действующим законодательством и утвержденными биржевыми правилами и положениями. Лис-

тинг дает допуск ценных бумаг эмитента к торговле на бирже, которая осуществляется профессиональными участниками от своего имени или от имени клиента, за свой счет или за счет клиента;

- внебиржевой профессиональный сектор, в котором брокеры и дилеры заключают и реализуют сделки купли-продажи голубых **фишек**¹;
- скупочный сектор, где брокеры и дилеры осуществляют операции по приобретению голубых фишек у непрофессиональных участников рынка ценных бумаг, в том числе населения, приватизированных инвестиционных фондов и т.д.;
- перепродажный сектор характеризуется продажей брокерами и дилерами голубых фишек инвесторам, включая непрофессиональных участников рынка ценных бумаг;
- случайный сектор, в котором брокеры и дилеры совершают разовые сделки с ценными бумагами, исключая голубые фишки.

На рынке ценных бумаг Казахстана создана и функционирует институциональная инфраструктура, представленная регистраторами, кастодианами, посредниками в лице брокерских и дилерских организаций, инвестиционными и пенсионными фондами, страховыми компаниями и др.

Кастодианы — профессиональные участники рынка, осуществляющие деятельность по хранению и учету вверенных ценных бумаг и денежных средств клиентов. В соответствии с требованиями мировой практики кастодианами в Казахстане являются крупные коммерческие банки.

Регистраторы — это юридические лица, реализующие профессиональную деятельность по ведению реестров держателей ценных бумаг.

В Казахстане создана функциональная структура **Центрального** депозитария как специализированной организации, осуществляющей деятельность по учету и подтверждению прав владельцев ценных бумаг, а также дематериализации **ценных** бумаг.

К институциональным инвесторам в Казахстане относятся субъекты, использующие привлеченные ими средства для формирования портфелей ценных бумаг: банки, инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды, страховые компании и другие организации.

Современное состояние рынка ценных бумаг во многом определяется действующей сферой обращения и выпуска **государственных** и корпоративных ценных бумаг.

¹ Голубые фишки (**англ.** blue chips) — акции или ценные бумаги наиболее **крупных**, ликвидных и надежных компаний со стабильными показателями **получаемых** доходов и выплачиваемых дивидендов. Термин возник по аналогии с **голубыми** фишками казино, имеющими наивысшую ценность.

Основные виды государственных ценных бумаг классифицируются по срокам и видам (дисконтированные и процентные) их обращения следующим образом:

- **МЕККАМ** — краткосрочные, со сроком обращения 3, 6, 12 месяцев, дематериализованные дисконтированные государственные ценные бумаги, размещаемые на аукционной основе по дисконтированной цене и погашаемые по номинальной стоимости, при этом доход или ставка вознаграждения представляют собой разницу между ценой реализации погашения;
- **МЕОКАМ** — среднесрочные, со сроком обращения 2, 3, 5 лет, процентные государственные ценные бумаги, по ним 2 раза в год выплачивается купонный процент, т.е. ставка вознаграждения;
- **МЕАКАМ** — долгосрочные, со сроком обращения **10 лет**, процентные государственные ценные бумаги; вознаграждение по ним выплачивается каждые 6 месяцев после эмиссии в пределах срока их обращения, размещаются на аукционах по операциям прямого репо;
- **НСО** — дематериализованные процентные государственные ценные бумаги, выпускаются сериями в пределах устанавливаемых объемов эмиссий, каждая из которых представляет собой отдельный выпуск и размещается путем подписки среди физических и юридических лиц, резидентов и **нерезидентов**, процентные условия размещения по НСО соотносятся с параметрами аукционных торгов по трехмесячным государственным ценным бумагам;
- ноты Национального банка — дематериализованные, **дисконтированные** ценные бумаги, размещаемые по **условиям** краткосрочных государственных ценных бумаг.

В общем объеме эмиссии государственных ценных **бумаг** преобладают краткосрочные, что требует проведения **постоянных** возмещений за счет их новых эмиссий и приводит к значительному увеличению расходов на обслуживание государственных долгов.

Важный проблемный аспект развивающегося казахского рынка ценных бумаг проявляется также в том, что частный корпоративный сектор фактически не несет существенных обязательств перед инвесторами, а это является одной из причин недостаточного развития негосударственных ценных бумаг.

К другим серьезным проблемам функционирования рынка ценных бумаг относятся:

- незначительное увеличение общей капитализации фондового рынка;
- высокий риск и недостаток средств для активного участия национальных инвесторов на рынке корпоративных ценных бумаг;

- недостаточный уровень профессионализма участников фондовых сделок, отрицательно влияющий на организацию процессов выпуска и обращения ценных бумаг, и т.д.

На рынке ценных бумаг Казахстана размещаются следующие эмиссии ценных бумаг:

- ноты — краткосрочные государственные обязательства Национального банка со сроком обращения от 35 до 84 дней;
- **МЕККАМ-9** — девятимесячные государственные обязательства Министерства финансов (МФРК);
- **МЕККАМ-12** — двенадцатимесячные государственные обязательства МФРК;
- **МЕИКАМ-18** — **полуторогодовые** государственные обязательства МФРК;
- **МЕИКАМ-24** — двухлетние государственные обязательства МФРК;
- **МЕИКАМ-48** — четырехлетние государственные обязательства МФРК;
- **МЕОКАМ-60** — пятилетние государственные обязательства МФРК;
- **МЕИКАМ-60** — пятилетние индексированные государственные ценные бумаги;
- корпоративные облигации, срок обращения которых от составляет 1 года до 8 лет.

Рынок корпоративных облигаций характеризуется высокой надежностью, его доля в общем объеме сделок (более 78%) приходится на крупнейшие банки и производственные компании Казахстана.

В перечень наиболее котируемых ценных бумаг Казахстана входят:

- простые акции ОАО «Банк **ТуранАлем**»;
- простые акции ОАО «Банк **ЦентрКредит**»;
- облигации «**Казахстелеком**»;
- облигации ОАО «Банк Каспийский»;
- облигации ОАО ДАГОК «**КустанайАсбест**»;
- облигации ЗАО ННК «**Казахойл**»;
- облигации «Казахстан темир**жолы**».

Сейчас в Казахстане имеется тенденция увеличения доли биржевого оборота негосударственных ценных бумаг.

Казахская фондовая биржа становится публичной компанией, ее акции могут покупать розничные инвесторы. В широкое обращение эти акции поступают в основном начиная с 2008 г. с целью в перспективе стать голубыми фишками.

В настоящее время принята стратегия развития Казахской фондовой биржи до 2010 г., где особое значение придается перспективным процессам, связанным с коммерциализацией и капитализацией ее деятельности.



Рынок ценных бумаг России

- Глава 18. Становление рынка ценных бумаг
- Глава 19. Российские ценные бумаги в докризисный период
- Глава 20. Вексельное обращение
- Глава 21. Операции с ценными бумагами в России
- Глава 22. Современный рынок ценных бумаг
- Глава 23. Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России
- Глава 24. Ценные бумаги как объект гражданского права

Становление рынка ценных бумаг

18.1. Рынок ценных бумаг Российской Империи

Возникновение российского рынка ценных бумаг исторически восходит к эпохе правления Екатерины II, когда в 1769 г. Россией был размещен в Голландии (в Амстердаме) первый государственный внешний заем. В дальнейшем государство продолжало регулярно покрывать свои потребности в финансовых ресурсах за счет размещения крупных займов на зарубежных рынках.

Государственные ценные бумаги на внутреннем рынке появились при правлении Александра I в связи с известным Высочайшим указом от 25 марта 1809 г., определившим основные правила и условия их выпуска и обращения. В 1817 г. была сформирована Государственная комиссия погашения долгов, в ведении которой находились государственные процентные бумаги.

Первые российские внутренние займы приносили доход в размере 6% годовых с дополнительным премиальным одним процентом (грация), которые выплачивались ежегодно. Их доходность была выше, нежели предоставляемая государственными кредитными конторами, поскольку последние в силу традиций и ряда других факторов пользовались повышенным доверием широкой публики. Кроме того, государственные облигации принимались в качестве залогов, откупов, казенных сборов и пошлин, что также способствовало повышению их привлекательности.

Государство стало регулярно использовать и этот канал привлечения финансовых ресурсов в казну, однако покрытие дефицита бюджета за счет него не превышало 10% вплоть до середины XIX в. Основная доля поступлений в казну шла за счет внешних займов. С этого времени российские государственные облигации начали активно обращаться на биржевом и внебиржевом рынках страны.

В течение XIX — начале XX в. российский державный бюджет отличался хроническим дефицитом, поэтому государство системати-

чески осуществляло эмиссии облигаций. Традиционно они выпускались в разных видах: именные и предъявительские, купонные и бескупонные и др. Именные облигации могли конвертироваться в предъявительские, и наоборот, при участии Государственной комиссии погашения долгов. Государство стимулировало развитие рынка именных облигаций, поэтому конверсия предъявительских бумаг была бесплатной для их владельцев, в то время как обратная процедура требовала от них определенных расходов.

По периоду обращения облигаций государственные займы Российской Империи делились на краткосрочные, среднесрочные, долгосрочные и бессрочные. Продолжительность обращения краткосрочных бумаг составляла от 3 до 12 месяцев, а их номинал не превышал 500 руб. Эмитентом было Министерство финансов, объем непогашенной задолженности которому по этим займам первоначально был ограничен суммой 50 млн руб., а в начале XX в. существенно расширен. Краткосрочные облигации продавались с дисконтом к номиналу, а погашались Государственным банком по нарицательной стоимости, что позволяло владельцам получать установленный доход.

К среднесрочным бумагам относились выпускаемые Государственным казначейством билеты, период обращения которых составлял 4 года и 8 лет для разных серий, а номинал устанавливался в размере 50 руб. Первые выпуски этих бумаг приносили доход в размере 3% годовых, а доходность последующих серий достигала 4%. Они имели льготы по налогообложению дохода, а также принимались Государственным банком и Казначейством во все виды платежей по номинальной стоимости. Билеты Государственного казначейства сохраняли свою платежеспособность на протяжении еще 10 лет после завершения установленного при эмиссии срока обращения и, по существу, выполняли функции процентных денег.

Долгосрочные облигации в России выпускались на период **50—80 лет** и более и вместе с бессрочными займами занимали доминирующее положение в структуре государственного долга. Бессрочные займы приносили владельцам облигаций непрерывный доход, т.е. ренту, однако правительство в соответствии с законом имело право погашать их по номинальной стоимости. Такая процедура могла проходить тиражами с обязательным предъявлением бумаг к погашению или путем их свободной скупки на бирже. Последний вариант объясняет очень долгое нахождение в обращении отдельных выпусков российских бессрочных бумаг, эмитированных еще в начале XIX в.

К гарантированным бумагам относились, как правило, акции и облигации российских железнодорожных компаний, имевшие срочные или бессрочные правительственные гарантии. Наличие таких гарантий обеспечивало держателям бумаг безусловное получение в срок

установленных процентов и минимальных дивидендов, несмотря на проблемы, возникавшие у эмитентов. Такая практика позволяла стимулировать привлечение капитала, особенно иностранного, в частный сектор экономики страны.

Появление на российском рынке **акций и частных облигаций** в период правления Николая I связано с принятием в 1836 г. Закона о промышленных обществах. Объем оборота новых видов ценных бумаг в России долгое время оставался незначительным в сравнении с государственными облигациями, а также с развитыми зарубежными рынками. Это было связано с традиционным относительно **слабым** развитием частного предпринимательства в стране. В начале XX в. в России насчитывалось немногим более 1,5 тыс. акционерных компаний, что, безусловно, было недостаточным для огромной державы. В основном на рынке котиrowались акции железных дорог, коммерческих и земельных банков, а также нефтяных, металлургических и страховых компаний.

Согласно действовавшему общему законодательству акции являлись именными ценными бумагами. Тем не менее в соответствии с уставами акционерных компаний, положения которых имели приоритет перед общим законодательством, зачастую осуществлялась эмиссия предъявительских акций. Поэтому они доминировали в обороте этого сегмента рынка.

В третьей четверти XIX в., в период правления Александра II, на российском рынке появились долговые **ценные бумаги городов**, т.е. местных органов власти. Их привлекательность существенно уступала государственным облигациям, несмотря на повышенную доходность. Они имели хождение, как правило, только в тех регионах, где были выпущены, и довольно продолжительные сроки обращения — до 50 лет и более. Из-за ограниченности региональных ресурсов значительная их часть размещалась за границей. Российские местные ценные бумаги долгое время были редким явлением как на внутреннем, так и на зарубежных рынках, и лишь в начале XX в. этот рынок немного оживился. В этот период более 60 городов России выпускали местные займы, однако подавляющая часть их эмиссии все же была сосредоточена в нескольких крупных центрах, в частности в Петербурге и Москве.

Торговля ценными бумагами в Российской Империи проводилась главным образом фондовыми отделами товарных бирж и Государственным банком при посредничестве коммерческих банков. Операции с ценными бумагами первых выпусков государственных займов начали проводиться С.-Петербургской товарной биржей, а затем и Московской. Ими были разработаны и использованы на практике первые правила осуществления фондовых операций, которые в по-

следующем были усовершенствованы и распространены на других участников биржевого рынка. Позже к торговле ценными бумагами приобщились и региональные биржи, крупнейшими из которых были Варшавская, Киевская, Одесская, Рижская, Харьковская и др.

Биржевая публика, посещавшая фондовые отделы, делилась на ряд категорий: действительные члены, постоянные посетители, представители Министерства финансов и гости. Первыми являлись агенты банковских учреждений и отдельные лица, обладавшие так называемыми промысловыми свидетельствами первого разряда на проведение банковских операций. Они без посредничества фондовых маклеров могли заключать биржевые сделки, используя своих уполномоченных и подручных. Вторыми были лица, обладавшие промысловыми свидетельствами первой купеческой гильдии и наделенные правом заключения сделок только при посредничестве биржевых **маклеров**¹. Представители Министерства финансов осуществляли установленные законом надзорные функции за биржевой деятельностью и проводили сделки с ценными бумагами и валютой от имени и за счет Государственного банка и Казначейства. Гости при наличии рекомендаций действительных членов допускались на биржу без права заключения сделок. Прочая публика, — как правило, мелкие инвесторы, которые, не имея доступа на биржу, могли осуществлять фондовые сделки через посредников, открывая специальные счета в банках для оплаты необходимых расходов и зачисления полученных доходов.

Руководство деятельностью фондовых отделов товарных бирж осуществлялось советами, избираемыми на общих собраниях действительных членов, персональный состав которых подлежал утверждению Министерством финансов. Круг функций, выполняемых советами, включал: разработку и утверждение правил фондовых сделок; принятие решений о допуске ценных бумаг к котировке; установление размеров вознаграждений маклеров; урегулирование споров по сделкам; определение порядка проведения общих собраний и др.

Маклеры, назначаемые на должность Министерством финансов по представлению советов фондовых отделов бирж, выполняли исключительно посреднические функции, т.е. не имели права совершать операции от своего имени и за свой счет. Их вознаграждение по основным видам ценных бумаг составляло 0,1% суммы сделки с каждого ее участника.

Информация по совершенным сделкам обобщалась котиrowальной комиссией для составления сводных бюллетеней котиrowок цен-

¹ См.: *Рынок ценных бумаг* / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. М.: Финансы и статистика, 1998.

ных бумаг, которые публиковались в таких известных в то время изданиях, как Биржевые ведомости и Торгово-промышленная газета, а также представлялись в Министерство финансов.

Начало Первой мировой войны ввергло фондовый рынок Российской Империи, как и многие другие европейские рынки, в глубокий кризис. К середине 1915 г. на нем наметилась тенденция оживления деятельности, однако политическая нестабильность в стране не позволила фондовому рынку полностью восстановиться.

После февральских событий 1917 г. экономическое положение страны стало серьезно ухудшаться. Рост военных расходов, высокие темпы инфляции и огромный государственный долг, доставшийся от прежнего режима, вынудили Временное правительство срочно изыскивать возможности привлечения финансовых ресурсов. Из двух главных источников — получения новых кредитов у военных союзников и осуществления внутренних заимствований — ставка была сделана главным образом на второй. С этой целью были подтверждены все прежние государственные долговые обязательства, существенно упрощен порядок акционирования, а также **либерализован** допуск иностранного капитала на российский фондовый рынок, что вскоре позволило его относительно стабилизировать.

Крупнейшие банки страны подписали соглашение с Министерством финансов о размещении так называемого Займа свободы 1917 г. — первой эмиссии долгосрочных облигаций Временного правительства. Вследствие высокой инфляции в стране результативность его размещения оказалась чрезвычайно низкой. Поэтому одновременно были предприняты попытки выпуска еще двух займов — выигрышного и железнодорожного, но они также не имели успеха.

Еще одной неудачей и последней попыткой Временного правительства стал проект принудительного Российского государственного **5,5%-го** военного ликвидационного займа 1917 г.¹ Срок его обращения по проекту составлял 20 лет, а объем — 10 млрд руб. Заем был предназначен для подписки среди строго определенных категорий физических и юридических лиц, в большей части представителей крупного капитала. Облигации могли приниматься в залог, доходы по ним освобождались от налога и предполагалось, что они будут свободно обращаться на внутреннем рынке. Однако правительство не решилось на реализацию займа, поскольку из-за эскалации военных действий и крупных неудач на фронте его успех стал нереальным. Этот опыт представляет интерес и сегодня ввиду определенной аналогии экономической ситуации в стране.

¹ См.: *Потемкин А.П.* Государственные займы в период Временного правительства в 1917 г. // *Финансы.* 1997. № 1.

К началу XX в. российский рынок ценных бумаг окончательно сформировался — как структурно, так и функционально, достигнув пика в 1914 г. Однако по степени развития в силу объективных причин он в целом отставал от Германии, Франции, Англии и США, а к концу 1917 г. практически прекратил свое существование.

18.2. Обращение ценных бумаг в советский период

После очередной смены политической власти в стране декретом ВЦИК в январе 1918 г. были аннулированы все внешние и внутренние долги и гарантийные обязательства царского и Временного правительств. Ликвидация российского рынка облигаций и акций была окончательно завершена в сентябре 1920 г. декретом СНК.

Возрождение рынка ценных бумаг в стране началось с переходом к нэпу. **Государственные заимствования** на внутреннем рынке возобновились в **1922—1923** гг., когда была проведена не имевшая ранее аналогов эмиссия облигаций первого и второго так называемых хлебных займов, а также сахарного займа. Они носили краткосрочный (сезонный) характер: срок обращения каждого не превышал года. Бумаги номинировались соответственно в пудах ржи и сахара, приобретались за деньги, а погашались либо натурой, либо деньгами — по усмотрению держателей. Максимальный номинал хлебных облигаций, например, составлял 100 и 10 пудов ржи — соответственно для первого и второго займов. Облигации хлебных и сахарного займов принимались в уплату существовавшего тогда натурального налога и были привлекательны для граждан, особенно занятых в сельском хозяйстве. Натуральные займы имели очевидный успех, благодаря ним в стране появился вторичный рынок облигаций. Позже предпринимались попытки эмиссии краткосрочных денежных займов, но из-за отсутствия должного опыта их выпуск оказался нерентабельным для государства.

Эти же годы ознаменовались первым в СССР выпуском долгосрочного займа, именуемого в обиходе золотым займом 1922 г.¹ Период его обращения превышал **11** лет, а продажа облигаций, выплата доходов, в том числе выигрышей, осуществлялись в рублях по курсу, привязанному к золоту. Заем отличался широким спектром преимуществ для владельцев, в частности освобождением доходов от налогов, ежегодными тиражами выигрышей, возможностью зало-

официальное название — Государственный внутренний долгосрочный **6%-ный** с выигрышами заем 1922 г. См.: *Шабалин А.О.* Особенности фондового рынка России в период НЭПа // *Финансы.* 1997. № 3.

га **облигаций** и т.д., однако успеха не имел. Это послужило вынужденной причиной организации его принудительного размещения, что стало широко практиковаться с тех пор. Принудительно размещались: второй государственный выигрышный заем 1924 г., ряд специальных займов для аккумуляции временно свободных денежных ресурсов государственных предприятий и учреждений, займы индустриализации, укрепления крестьянского хозяйства, предназначенные для государственных служащих и рабочих и др. Однако в период **1922—1926** гг. выпускались и добровольные долгосрочные и среднесрочные займы, например так называемые крестьянские. Они были вполне привлекательны для вкладчиков, но не достаточно эффективны для государства, поэтому со временем их выпуск был прекращен.

В **1924—1925** гг. предпринимались меры для преодоления практики принудительных займов. Наркомат финансов проводил фондовые интервенции, т.е. активно скупал государственные ценные бумаги, что способствовало значительному оживлению этого рынка.

Купля-продажа государственных ценных бумаг изначально проводилась Государственным банком, специальными банками и сберегательными кассами, а в результате реорганизации в **1927—1928** гг. первичного и вторичного рынков единственным посредником между государством и населением стал институт сберегательных касс. Все расходы по обслуживанию государственных займов финансировались за счет бюджета страны.

Рынок частных ценных бумаг в СССР возник с утверждением в марте 1922 г. Положения о комиссии для рассмотрения предложений об образовании смешанных обществ. Она определяла порядок создания и функционирования акционерных обществ с долевым государственным и иностранным **участием**.

Суммарный капитал таких учреждений, в том числе банков, превышал к 1925 г. 300 млн руб. Имеющихся ресурсов было достаточно для активизации фондовой торговли, но этот рынок не получил все же значительного развития. Причины крылись в доминировании государства в структуре акционерных капиталов и отсутствии его стремления к существенному расширению круга акционеров, что выражалось в запретах частных эмиссий.

Биржевая торговля в стране возобновилась в начале 1923 г., когда был открыт фондовый отдел Московской товарной биржи. Затем аналогичные учреждения стали функционировать в Ленинграде, Харькове, Киеве, Владивостоке и других центрах. Их организационные основы во многом совпадали с устоями дореволюционной биржи, поскольку вся деятельность фондовых отделов еще более жестко контролировалась и регламентировалась государством.

Некоторое время в структуре биржевого оборота преобладали валютные операции, однако вскоре сделки с ценными бумагами стали

доминировать на вторичном рынке, а основную массу сделок заключали с государственными облигациями. Если в **1923—1924** гг. среднемесячный объем сделок с государственными облигациями составлял примерно 3 млн руб., то в **1925—1926** гг. он превышал уже 16 млн **руб.**¹

Главными участниками биржевой торговли были кредитные учреждения (более 60% оборота), а также государственные предприятия и хозяйственные органы (около 30%). Операции физических лиц составляли примерно 9% оборота, а остальное приходилось на акционерные, кооперативные и общественные организации. Во всех аспектах биржевой деятельности в СССР преобладало государство.

Внебиржевой вторичный рынок ценных бумаг в начальный период нэпа был прерогативой физических лиц и в буквальном смысле — уличным и стихийным. Однако утверждение Наркоматом финансов Положения о московской вечерней **валютно-фондовой** бирже в 1923 г. положило начало упорядочению его деятельности. Вечерние фондовые биржи, или «американки», начали функционировать при фондовых отделах отдельных крупных товарных бирж: в Москве, Ленинграде и Харькове. Главными их участниками стали кредитные учреждения, частные предприятия и физические лица. Доступ государственных и кооперативных учреждений на них имел определенные ограничения.

Управление «американками» отличалось существенно большей либеральностью по сравнению с фондовыми отделами бирж, под эгидой которых они функционировали. Их появление позволило упорядочить и активизировать оборот бумаг, не котирующихся на основных фондовых площадках. Создание вечерних бирж не имело аналогов в истории страны. Они стали прообразом современных альтернативных биржевых рынков. С завершением периода нэпа деятельность всех фондовых отделов бирж была прекращена, и рынок ценных бумаг СССР окончательно стал государственным.

В период с начала 1930-х по 1957 г. правительство разместило всего 45 займов, тогда как в 1920-е годы было выпущено в общей сложности 24 государственных займа. Число эмиссий сократилось, однако объем заимствований несравненно возрос, что было причиной влияния ряда объективных факторов на развитие экономики страны в этот период. Объем **заимствований государства** в довоенное время составил около 50 млрд **руб.**, а в течение **1941—1945** гг. — **более 76 млрд руб.**²

¹ **Шабалин А. О.** Указ соч.

² См.: **Черников Г. П.** Фондовая биржа: международный опыт. М.: Международные отношения, 1991.

После войны, одновременно с денежной реформой, была проведена конверсия займов, распространенных среди населения в период **1936—1946 гг.**, в облигации Государственного **2%-го** займа 1948 г. Одновременно с этим проходило размещение новых займов. Всего с **1947 г.** были выпущены облигации **11** займов на сумму около 26 млрд руб. (в масштабе цен после реформы 1961 г.). Облигации государственных займов не могли приносить населению ощутимых выгод, поскольку установленные размеры доходов были весьма непривлекательны. Если в 1920-е годы они приносили годовой доход в **6—12%**, то в последующем он составлял **лишь 2—4%** (для облигаций, реализуемых по номиналу). Непривлекательность облигаций зачастую компенсировалась политическим давлением в ходе их размещения. Нередко часть заработной платы трудящихся принудительно выдавалась облигациями. Это позволяло правительству осуществлять крупномасштабные заимствования среди широких слоев населения. В 1950-е годы, например, число держателей государственных облигаций превышало 70 млн чел.

Привлекая огромные денежные ресурсы, государство не обеспечивало эффективности их использования и поэтому не всегда своевременно справлялось со своими обязательствами по займам. В таких случаях обычно предпринимались конверсии одних займов в другие. В СССР в апреле 1957 г. было принято беспрецедентное решение об отсрочке на 20 лет начала погашения послевоенных займов, что существенно подорвало доверие граждан к способности правительства выполнять свои обязательства. В результате этой акции активность эмиссии государственных бумаг надолго была значительно снижена. Погашение замороженных послевоенных займов началось немного ранее объявленных сроков — в 1974 г. и завершилось к концу 1991 г. В 1960-е годы было осуществлено размещение лишь одного — государственного **3%-го** выигрышного займа, завершившего обращение в начале 1980-х. Практика масштабных заимствований возобновилась с выпуском в 1982 г. нового 3%-го выигрышного займа. Облигации свободно продавались и покупались государством в течение всего срока обращения, а в **1990—1991 гг.** был повышен процент выплат по ним и проиндексирован (увеличен на 40%) номинал.

В **предреформенный** период в СССР предпринимались многочисленные неудачные попытки эмиссии разных видов **государственных облигаций**. В 1990 г. среди населения начал распространяться целевой беспроцентный заем, погашение которого планировалось через три года дефицитными в то время товарами долгосрочного пользования, аналогично натуральным займам 1920-х годов. Однако высокий уровень инфляции в стране вскоре привел к прекращению его размещения.

Также был предпринят выпуск государственных казначейских обязательств 1990 г. сроком на 16 лет и доходностью 5%, предназначенных для населения. Вскоре, в целях повышения их привлекательности, срок обращения пришлось снизить вдвое, а доходность повысить в том же размере. Предпринятые меры лишь ненадолго оживили реализацию этих бумаг.

В это же время на 16-летний срок была проведена эмиссия облигаций Государственного внутреннего 5%-го займа СССР 1990 г., предназначенного для добровольного размещения среди юридических лиц и общественных организаций, с ежегодной выплатой им купонного дохода в безналичной форме. Участь бумаг немногим отличалась от предыдущих выпусков.

И наконец, в середине 1991 г. было принято решение об эмиссии облигаций **8,5%-го** займа Российской Федерации с организацией обращения по новой безбумажной технологии. Ему также не суждено было состояться. После распада СССР преемником союзных долгов стала Россия.

Эмиссия **частных ценных бумаг**, практически не проводившаяся в стране с начала 1930-х по конец 1980-х годов, стала возрождаться как появление суррогатов акций и негосударственных облигаций. В **1986—1987 гг.** Львовское ПО «Конвейер», получившее статус «государственного акционерного социалистического предприятия», первым выпустило бумаги, названные акциями, хотя они не могли в принципе изменять отношений собственности. Этому примеру, не дожидаясь появления соответствующего правового обеспечения, последовали многие другие предприятия. Мотивом служило стремление усилить стимулирование конечных результатов труда работников, пробудив у них чувство хозяина, а также желание привлечь дополнительные ресурсы для технического переоснащения производства.

В целях упорядочения этой стихийной практики Совет Министров СССР в октябре 1988 г. принял постановление о выпуске предприятиями и организациями ценных бумаг, которое узаконило статус «акций трудового коллектива», предназначенных для работников коллективов, и «акций предприятий и организаций» — для размещения среди юридических лиц. Практиковались также правительственные решения по переводу на акционерную форму собственности отдельных предприятий, например АО КамАЗ, АО «Пермавиа» и др. Это стало очередным шагом на пути возрождения рынка реальных долевых ценных бумаг. Процесс становления акционерной формы собственности в общих чертах был завершен с принятием Советом Министров СССР в середине 1990 г. Постановления об утверждении положения об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью и Положения о ценных бумагах. Немногим более

года спустя в СССР было зарегистрировано около 1,5 тыс. АО и ООО, суммарный уставный капитал которых в действовавшем масштабе цен превышал 25 млн руб.

Первые АО, образованные на основе собственности государственных предприятий и организованные как общества закрытого типа, не продавали свои акции на рынке. Открытое размещение акций стало практиковаться в конце 1990 — начале 1991 г. в торгово-посреднической сфере, особенно с появлением многочисленных акционерных организаций, именуемых, не вполне справедливо, товарными биржами. Их акции пользовались спросом и быстро росли в цене. Этим же путем начали формировать свои капиталы и коммерческие банки, например Менатеп, Инкомбанк, Мосбизнесбанк и др. Открытую продажу ценных бумаг на рынке стали практиковать появившиеся **инвестиционные** компании, в частности Военно-промышленная инвестиционная компания, Российская инвестиционная акционерная компания, Народная нефтяная инвестиционно-промышленная евроазиатская корпорация и др.

В конце 1991 — начале 1992 г. на фондовом рынке страны появились в обращении акции иностранных, преимущественно американских, компаний: Bank of America, Boeing Corp., Chrysler Corp., Hitachi, Хегох и многие другие.

С развитием рынка частных ценных бумаг в стране начал возрождаться и институт **фондовой биржи**. В числе первых, в ноябре 1990 г., были учреждены Московская международная фондовая биржа (ММФБ) и Московская центральная фондовая биржа (МЦФБ). В следующем году образовались Ленинградская (впоследствии Санкт-Петербургская), Сибирская, Балтийская, Нижегородская, Российская (преобразована из фондового отдела РТСБ) и другие. Их учредителями были крупные организации и предприятия различных сфер деятельности. Например, в число 24 участников ММФБ входили союзное и республиканское министерства финансов, ряд других министерств и ведомств, Российский Сбербанк, Мосбизнесбанк и т.д. Учредителями МЦФБ стали 123 участника — преимущественно крупные промышленные предприятия и организации.

В связи с дефицитом ликвидных ценных бумаг на рынке главный предмет биржевых сделок определенное время составляли кредитные ресурсы, валюта, брокерские места и др. Основная масса сделок с акциями приходилась на внебиржевой оборот. Его участниками были многочисленные компании и фирмы, проводившие операции посредством телекоммуникационных сетей, при содействии образованной в это время Ассоциации профессиональных участников рынка ценных бумаг.

В 1992 г. для усиления регулирования деятельности фондового рынка была создана Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам при Президенте РФ. В ее состав вошли представители фондовых бирж, Центрального банка РФ, Министерства финансов, Антимонопольного комитета, Российского фонда государственного имущества и др. Кроме **того**, фондовые биржи начали формировать органы саморегулирования, первым из них стала Федерация фондовых бирж, созданная для информационно-консультативного обеспечения участников и координации биржевой деятельности. Особый этап развития отечественного фондового рынка связан с появлением на нем в октябре 1992 г. государственного приватизационного чека — ваучера. Он бесплатно выдавался всем гражданам страны и в течение установленного времени обменивался на акции приватизированных государственных предприятий. Целью эмиссии ваучеров декларировалось желание государства сделать всех граждан собственниками части приватизированной государственной собственности. Однако выпуск ваучеров в силу известных причин изначально был проблематичен, что не позволило достичь поставленных целей.

Таким образом, с определенным допущением можно считать, что в начале 1990-х годов, после длительного перерыва, в России вновь начал функционировать рынок ценных бумаг.

Глава

19

Российские ценные бумаги в докризисный период

19.1. Государственные и региональные ценные бумаги

Период 1993—1997 гг. отличался динамичным и качественным развитием рынка государственных ценных бумаг. Они стали играть ведущую роль на российском фондовом рынке потому, что были самыми надежными среди прочих инструментов. Кроме того, государство остро нуждалось в дополнительных ресурсах для выравнивания хронически дефицитного бюджета, а налоговую политику, проводимую в то время, нельзя было признать эффективной. Долгосрочные займы по известным причинам не пользовались популярностью. Поэтому важное значение приобрела диверсификация деятельности в сфере ценных бумаг, где отношения государства и инвесторов начали складываться на добровольной основе. Эти отношения регламентировались нормами как общегражданского, так и специального законодательства страны.

Главным документом, регулирующим отношения государства с инвесторами, стал Закон «О государственном внутреннем долге Российской Федерации», принятый в ноябре 1992 г. Он определил понятие «государственный долг», а также выделил среди прочих его форм государственные займы, осуществляемые с помощью эмиссии ценных бумаг. Контроль за состоянием государственного долга был возложен на Верховный Совет, а управление долгом и его обслуживание — соответственно на Правительство и Центральный банк РФ.

Закон закрепил как эмитента ценных бумаг Правительство РФ, которое наделялось полномочиями определять условия и порядок эмиссий государственных долговых обязательств, а также несло ответственность по ним. Эта ответственность не распространялась на ценные бумаги, эмитированные субъектами РФ и местными органами власти.

В первой части Гражданского кодекса РФ, введенной в действие в конце 1994 г., в классификации видов ценных бумаг прежде всего названы государственные облигации, что не случайно в свете развития экономики страны в этот период. Во второй части ГК, введенной в действие в 1996 г., было сформулировано понятие «договор государственного займа». В соответствии с ним устанавливалось, что государственные займы добровольны, а изменения их условий после выпуска в обращение не допускаются. Заемщиком может быть Российская Федерация и ее субъекты, а правила по договору государственного займа применяются и к муниципальным займам, хотя государство не отвечает по обязательствам ни субъектов РФ, ни муниципальных образований.

Большим событием для упорядочения деятельности на российском фондовом рынке, в частности на рынке государственных облигаций, следует считать появление в 1996 г. Федерального закона «О рынке ценных бумаг». Он установил, что эмитентами ценных бумаг, помимо прочих юридических лиц, могут быть органы исполнительной власти и местного самоуправления. Кроме того, закон систематизировал терминологию фондового рынка, классифицировал виды ценных бумаг и профессиональной деятельности участников, регламентировал вопросы организации деятельности фондовой биржи.

Важное значение в законе было придано информационному обеспечению рынка ценных бумаг, в частности раскрытию информации эмитентами, ответственности за неправомерное использование служебной информации, рекламе на фондовом рынке. Кроме того, большое значение имел раздел, посвященный регулированию фондового рынка, в частности организации деятельности Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг. (До принятия закона, с ноября 1994 г., действовала Федеральная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ.)

Полномочия комиссии не распространялись на процедуру эмиссии долговых обязательств Правительства и ценных бумаг субъектов РФ. Была установлена также ответственность за нарушения этого и других законодательных актов РФ, касающихся ценных бумаг, и порядок возмещения ущерба в связи с этим.

В том же году указом Президента была утверждена Концепция развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации. Она обобщила пятилетний опыт развития рынка, а также констатировала факт наиболее высоких темпов мобилизации финансовых ресурсов в стране за счет рынка государственных ценных бумаг. Его развитие способствовало усилению концентрации ресурсов в Москве и некоторых других крупных центрах. Основными инструментами этого рынка стали государственные ценные бумаги, предназначенные для финан-

сирования бюджетного дефицита (ГКО, ОФЗ, ОГСЗ), реструктуризации внутреннего валютного долга (ОВВЗ), сглаживания дефицита финансовых ресурсов в обращении (КО, налоговые освобождения, векселя), аккумуляции свободных ресурсов посредством денежной приватизации (инвестиционные торги и конкурсы, залоговые аукционы и т.д.).

Динамичное развитие рынка государственных долговых инструментов, отмеченное Концепцией, оказало позитивное влияние на бюджетный процесс, способствовало отвлечению средств инвесторов от вложений в суррогаты ценных бумаг некоторых коммерческих структур, оказало доминирующее воздействие на ценовую динамику. Однако относительно высокая доходность государственных долговых инструментов создавала проблемы привлечения средств на развитие корпоративного сектора экономики и высокой стоимости заимствований на рынке государственного долга.

Концепция определила также общую стратегию государства на рынке ценных бумаг, в частности государства как крупнейшего заемщика. В документе отмечается, что, несмотря на приоритет Министерства финансов в части публичных заимствований на отечественном рынке за последние годы, их доля в валовом внутреннем продукте была существенно ниже, чем в развитых странах. Поэтому в перспективе государство намеревалось расширить использование фондового рынка для финансирования бюджетного дефицита, в частности для обеспечения целевых программ и обслуживания накопленного государственного долга.

Прогнозировалось, что поступление ресурсов в недалекой перспективе приобретет плановый характер в общем контексте бюджетной политики, а стоимость заимствований на рынке государственных ценных бумаг будет целенаправленно снижаться. Изменится структура государственных ценных бумаг и прежде всего увеличится эмиссия инструментов рынка капиталов (т.е. среднесрочных и долгосрочных облигаций), а также расширится спектр их видов (дисконтные и с купоном, купонные с фиксированной и плавающей ставкой и т.д.). Постепенно будет увеличиваться доступ нерезидентов на отечественный рынок государственных ценных бумаг, усилится координация действий на нем органов федеральной и региональной власти.

Помимо прочего, концепция предусматривала упорядочение и совершенствование средств и методов регулирования рынка государственных ценных бумаг. На основе новейших компьютерных технологий предполагалось создание государственной долговой книги, что позволило бы осуществлять прямое владение ценными бумагами всем инвесторам и не принимать на себя риски третьих лиц, связан-

ные с хранением и обслуживанием этих инструментов. Кроме того, Правительство намеревалось стимулировать максимально широкий доступ всех групп инвесторов на рынок государственных ценных бумаг, а также активно способствовать развитию расчетных, депозитарных и клиринговых систем.

Концепция развития рынка ценных бумаг стала основой начального этапа осуществления единого государственного подхода к управлению отечественным фондовым рынком, обеспечению сочетания интересов государства и всех групп инвесторов, привлечению инвестиций в промышленность, а также усилению защиты прав инвесторов.

Государственные долгосрочные займы не имели успеха, хотя отдельные из них продолжали оставаться в обращении. Например, Государственные долгосрочные облигации (**ГДО**), выпущенные на 30 лет еще в 1991 г. Объем займа составлял 80 млрд неденоминированных рублей и был разбит на 16 траншей. Нарицательная стоимость ГДО равнялась 100 тыс. руб., а купонный доход — 15% к номиналу, выплачивается ежегодно. Банк России проводит еженедельную Котировку ГДО.

Наиболее популярным видом государственных ценных бумаг в 1990-е годы бесспорно считались ГКО. В 1993 г. на основании постановления Правительства Министерством финансов и Центральным банком РФ было утверждено Положение об обслуживании и обращении выпусков Государственных краткосрочных бескупонных облигаций (ГКО). Это была первая удачная попытка выпуска облигаций в безбумажной форме, предназначенных для юридических и физических лиц.

Срок обращения разных серий ГКО составлял 3, 6 и 12 месяцев, а номинал — 1 млн руб. (неденоминированных). Они выпускались в виде записей на специальных счетах депо, не имели купонов и продавались на аукционах со скидкой к номиналу, что при погашении определяло доход инвестора. За весь период существования этого рынка в стране доходность ГКО изменялась от 30 до 200%.

Центральный банк, обслуживавший эмиссию облигаций, утвердил Временный порядок проведения операций на рынке ГКО в Москве, осуществления расчетов и учета по ним. Этим документом закреплялось двойственная правовая роль Центрального банка на рынке ГКО. С одной стороны, он был представителем должника, т.е. государства в лице Министерства финансов, а с другой — инвестором, т.е. кредитором государства.

Взаимоотношения Центрального банка и Министерства финансов на фондовом рынке, кроме того, регулировались также договором о размещении и обслуживании выпусков ГКО. Согласно догово-

ру Центральный банк был уполномочен заключать договоры с дилерами, т.е. осуществлять допуск профессиональных участников фондового рынка на рынок ГКО. Поскольку его обязанностями являлись также организация и обеспечение проведения операций и расчетов по сделкам с ГКО, Центральный банк имел право заключать договоры с организациями, которым поручалось осуществление функций депозитария, расчетной и торговой систем. По результатам конкурса, проведенного накануне размещения первого выпуска ГКО, осуществление этих функций было возложено на Московскую межбанковскую валютную биржу. При этом ММВБ не имела права выступать в качестве инвестора на рынке ГКО, т.е. совершать сделки от своего имени и за свой счет.

Примерно годом раньше в соответствии с указом Президента «О мерах по урегулированию внутреннего валютного долга бывшего СССР» было положено начало размещению облигаций Внутреннего государственного валютного займа (ВВЗ). Условия его выпуска были утверждены постановлением Правительства в начале 1993 г. В соответствии с постановлением Министерства финансов было уполномочено с мая 1993 г. осуществлять эмиссию облигаций ВВЗ.

Облигации номинировались в долларах США, их нарицательная стоимость равнялась 1, 10 и 100 тыс. долл. Первоначальный объем эмиссии составил около 8 млрд долл., разбитых на пять траншей со сроками **погашения** от 1 до 15 лет.

В 1996 г. были проведены дополнительные выпуски облигаций ВВЗ: по четырем и пяти траншам — на сумму немногим более 1,5 млрд долл.; по шести и семи — на 3,5 млрд долл. Облигации выпускались в бумажной форме с ежегодной выплатой купонного дохода в размере 3% годовых в валюте займа.

Накануне размещения займа Центральным банком был установлен порядок осуществления на территории Российской Федерации операций с облигациями ВВЗ. Облигации ВВЗ являлись ценными бумагами на предъявителя и относились к категории валютных ценностей, поэтому был введен запрет на их вывоз за пределы РФ.

В этот же период постановлением Правительства были утверждены основные условия продажи золота путем выпуска Министерством финансов золотых сертификатов 1993 г. Наричательная стоимость сертификата была эквивалентна стоимости 10 кг золота самой высокой пробы. Эта ценная бумага была именной. Погашение сертификатов помимо традиционных способов могло осуществляться путем поставки самого металла. Выбор способа погашения предоставлялся держателю сертификата. Сертификат, по существу, представлял собой государственное долговое обязательство, обеспеченное залогом. Здесь прослеживается определенная аналогия с займами 1920-х годов.

Высокая номинальная стоимость сертификата значительно ограничивала его обращаемость. Поэтому коммерческие банки практиковали дробление золотых сертификатов путем эмиссии производных от них ценных бумаг. Однако эти бумаги не были государственными и во многом теряли привлекательность. В связи с этим первый опыт выпуска золотых сертификатов оказался не вполне удачным: Министерству финансов удалось реализовать не более 30% их эмиссии.

В 1994 г. постановление Правительства «О выпуске казначейских векселей 1994 г. Министерством финансов РФ» утвердило основные условия этой эмиссии. Казначейские векселя предполагалось размещать среди юридических лиц в безбумажной форме, что в определенной степени **противоречило** сущности векселя как формального абстрактного обязательства и одновременно оборотной ценной бумаги. В ходе работы с векселями это могло привести к возникновению ряда проблем как юридического, так и технического характера. Поэтому спустя почти четыре месяца было принято еще одно постановление о выпуске Государственных казначейских обязательств (КО) и утверждены основные условия их эмиссии. В **первой** половине 1996 г. Правительство по объективным причинам решило отказать от обращения КО, и Министерством финансов были погашены последние серии этих ценных бумаг.

В конце 1995 г. постановлением Правительства «О выпуске государственных ценных бумаг, предусматривающих право их **владельца** на получение слитков золота» была реализована вторая, более успешная попытка размещения облигаций золотого федерального займа.

В том же году с изданием нормативных документов было начато размещение выпусков среднесрочных облигаций Федерального займа с переменным купонным доходом (ОФЗ-ПК) и серий облигаций Государственного сберегательного займа (ОГСЗ), а в 1996 г. — среднесрочных облигаций Федерального займа с постоянным купонным доходом (ОФЗ-ПД). С 2003 г. в обращении появились долгосрочные облигации Федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД).

Период обращения среднесрочных ОФЗ изменялся в пределах от немногим более 1 года до 5 лет. Они выпускались по безбумажной технологии, аналогично ГКО, и имели нарицательную стоимость 1 млн неденоминированных рублей. Купонный доход ОФЗ-ПК выплачивался ежеквартально и был привязан к средневзвешенной доходности ГКО за определенный период времени. Купонный доход ОФЗ-ПД имел неизменный размер за все время обращения облигаций и выплачивался также ежеквартально.

Период обращения ОФЗ-АД составляет 2093 дня. Погашение номинальной стоимости облигаций осуществляется частями, а процент дохода начисляется на непогашенную часть стоимости и фиксируется для каждого купона.

Срок обращения ОГСЗ составлял 1 год, а размер эмиссии — 10 трлн неденоминированных рублей, разбитых на 10 траншей. Наричательная стоимость облигаций равнялась 100 и 500 руб. Они выпускались в бумажной форме, были предъявительскими и имели четыре купона для ежеквартальных выплат дохода. Размер дохода определялся последней официальной ставкой дохода по ОФЗ-ПК с выплатой дополнительной премии от Министерства финансов РФ.

В 1996 г. в бездокументарной форме были выпущены в обращение облигации Государственного нерыночного займа. Объем эмиссии составил 15 трлн неденоминированных рублей. Облигации не могли обращаться на вторичном рынке, их нарицательная стоимость составляла 1 млн руб., а доход в виде процента к номиналу, **установ-**ленный Министерством финансов, выплачивался ежегодно.

Еще одним видом ценных бумаг выпускаемых в это время, были Государственные жилищные сертификаты. Они также не имели хождения на рынке, предназначались для граждан страны, **лишившихся** жилья в результате стихийных бедствий и других форс-мажорных обстоятельств, и номинировались в квадратных метрах жилой площади. Сертификаты выпускались в бумажной форме, были именными ценными бумагами с годовым периодом обращения.

Помимо эмиссии ценных бумаг Правительство практиковало **так-**же *предоставление государственных гарантий* по отдельным **выпус-**кам корпоративных облигаций. Примером могут служить облигации РАО «Высокоскоростные магистрали», крупнейшим участником которого является государство. Министерство финансов стало гарантом этих ценных бумаг, а Банк России — генеральным агентом по размещению займа. Продажа облигаций началась в начале 1996 г. на Московской межбанковской валютной бирже и была первым ее опытом в области корпоративных инструментов.

На российском рынке государственных ценных бумаг начался процесс интеграции в мировую финансовую систему. Во многом этому способствовал допуск на рынок нерезидентов. Доля их участия на рынке **ГКО—ОФЗ** составляла, например, в 1997 г. около 30% совокупного оборота.

Помимо экспансии внутренних государственных займов в этот период в РФ началась эмиссия *международных ценных бумаг*. В 1996—1997 гг. Правительство разместило три выпуска еврооблигаций (**евробондов**). Первый транш, выпущенный в ноябре 1996 г. на 5 лет объемом 1 млрд долл. под 9,25% годовых, разошелся достаточно успешно, преимущественно среди инвесторов из Юго-Восточной Азии. Поскольку Министерство финансов изначально ориентировалось на американских и европейских инвесторов, второй транш, выпущенный в марте 1997 г. на 7 лет объемом 2 млрд немецких марок

под 9% годовых, было решено номинировать именно в марках ФРГ. По косвенным данным участников размещения, этот выпуск разошелся с трудом, и часть эмиссии осталась у андеррайтеров вследствие ряда неучтенных эмитентом особенностей рынка. Выпуск третьего транша в июне того же года объемом 2 млрд долл. на 10 лет под 10% годовых не изменил ситуации: 53% займа было размещено в США, 24 — в Азии и 23 — в Европе. К концу рассматриваемого периода цены на российские еврооблигации начали снижаться вследствие кризисных явлений на мировых финансовых рынках.

Практика эмиссии **региональных** ценных бумаг в России возобновилась и наиболее динамично стала развиваться в Москве и некоторых других крупных центрах. Одним из первых документов, регулирующих этот процесс, стало вышедшее в конце 1996 г. постановление Правительства Москвы «О выпуске городских займов Москвы на **1996—1997** гг.». В постановлении выделялись два типа ценных бумаг: связанные с заимствованиями у населения и предназначенные для ускорения обращения банковских ресурсов. К первым относились московские муниципальные облигации, конвертируемые в акции приватизируемых предприятий, муниципальные жилищные векселя, долговые обязательства, гарантированные Правительством Москвы. Ко вторым — муниципальные земельные векселя и муниципальные облигации с земельным купоном.

В конце 1997 г. был принят Федеральный закон «О финансовых основах местного самоуправления в РФ», в котором определялось, что муниципальные — это те облигации, жилищные сертификаты и другие ценные бумаги, что выпускаются органами местного самоуправления. Граждане и юридические лица, приобретая их, заключают договор муниципального займа. Назначением выпуска этих ценных бумаг является реализация программ и проектов развития муниципальных образований. Выпуск муниципальных облигаций обеспечивается имуществом и другими ресурсами местных бюджетов. Закон установил, что размер привлечения средств органами местного самоуправления не должен превышать 15% объема расходной части бюджета того же уровня.

Вскоре практика эмиссии местных ценных бумаг распространилась на регионы. В числе крупных эмитентов подобных фондовых инструментов можно назвать г. Челябинск и Челябинскую область. Администрацией Челябинска в соответствии с положением «Об обслуживании и обращении выпусков муниципальных инвестиционных облигаций» (МИО), принятым в апреле 1997 г., была предпринята успешная попытка размещения бескупонных облигаций номинальной стоимостью 1 млн неденоминированных рублей и общим объемом

50 млрд руб.¹ Эмиссия осуществлялась отдельными сериями со сроком обращения 6 месяцев для неограниченного круга инвесторов. МИО выпускались в бездокументарной форме и являлись именными ценными бумагами. Средства, вырученные от их реализации, направлялись на финансирование городских инвестиционных программ. Выполнение обязательств по займу гарантировалось решением Челябинской городской Думы. МИО котировались на Южно-Уральской фондовой бирже. Срок их обращения завершился в декабре 1997 г. Эмиссия муниципальных ценных бумаг городом продолжается и сегодня.

В 1995 г. администрация Челябинской области осуществила эмиссию областных краткосрочных бескупонных облигаций (ОКО) номинальной стоимостью 100 тыс. неденоминированных рублей на общую сумму 50 млрд руб. Первый выпуск имел успех, и в дальнейшем эмиссия ОКО приобрела регулярный характер, а общая сумма заимствований последующих выпусков возросла в два раза. Срок обращения облигаций составлял 6 месяцев. Они выпускались в бездокументарной форме, являлись именными ценными бумагами и были предназначены для неограниченного круга инвесторов. Решения об их выпусках принимались областной Думой. Срок окончания размещения ОКО завершился в июне 1998 г. Эмиссия и обращение ценных бумаг Челябинской области продолжаются.

Еще одним направлением развития российского рынка субфедеральных ценных бумаг стала эмиссия *еврооблигаций в регионах*. Положительный опыт таких эмиссий имели Москва, Петербург, Нижегородская область. Челябинская и некоторые другие области (например, Екатеринбургская, Пермская) предполагали осуществить такие эмиссии. Их проекты были одобрены Министерством финансов, однако ухудшение экономической ситуации в стране не позволило реализовать их.

Администрация Челябинской области для получения необходимого в этом случае кредитного рейтинга подготовила документацию для представления в международные рейтинговые агентства Moody's Investors Service и Standard & Poor's Corporation. Екатеринбургская область получила от этих организаций рейтинг, соответствовавший общероссийскому в то время, — ВВ.

Объем выпуска еврооблигаций Челябинской области, номинированных в долларах США, предполагалось осуществить в размере 300 млн долл. Срок их обращения должен был составить 5 лет, а купонный доход, выплачиваемый раз в полгода, — около 10% годовых в той же валюте. Главным менеджером проекта по итогам конкурса стал американский инвестиционный банк Morgan Stanley, а **come-**

¹ Литовченко Л. Т., Нишатов Н. П., Удалищев Д. П. Рынок государственных ценных бумаг. М.: ЮНИТИ, 1998.

неджером — российский Автобанк. Основную часть привлеченных средств планировалось использовать для вложений в инвестиционные проекты области, а остальное — как ликвидные активы для обеспечения купонных выплат по облигациям. Улучшение экономической ситуации в стране в последующие годы позволило возобновить эту деятельность.

19.2. Корпоративные ценные бумаги

Рынок корпоративных ценных бумаг в период **1993—1997** гг. также активно развивался, хотя его развитие заметно отставало от государственного сектора. Основу его функционирования составляли указы Президента РФ, Федеральный закон «Об акционерных обществах», принятый в 1995 и уточненный в 1996 г., а также Закон «О рынке ценных бумаг». Широкомасштабные процессы приватизации и акционирования государственной собственности привели к появлению на рынке большого числа **акций**, номинально готовых к обращению. Однако лишь акции примерно трех десятков эмитентов могли реально обращаться на рынке, поскольку были относительно ликвидными. К числу этих ценных бумаг — голубых фишек в основном относились акции трех отраслей хозяйства: нефтегазовой (включая переработку), энергетической и телекоммуникационной.

Доля отраслей в капитализации рынка акций в 1997 г., %

Нефтегазовая	57
Энергетика	28
Телекоммуникации	11
Цветная металлургия	2
Прочие	2

Среди них особо высокой ликвидностью, мощным спекулятивным потенциалом и поэтому повышенным интересом инвесторов обладали акции РАО «ЕЭС России», ОАО «Ростелеком», ОАО «Мосэнерго», ОАО «Иркутскэнерго», РАО «Норильский никель», ОАО «**НК** ЛУКОЙЛ» и др.

Доля предприятий в капитализации рынка акций в 1997 г., %

РАО «Газпром»	24
ОАО «НК ЛУКОЙЛ»	18
РВО «ЕЭС России»	17
ОАО «Сургутнефтегаз»	7
ОАО «Ростелеком»	6
ОАО «Мосэнерго»	6
ОАО «МГТС»	3
ОАО «Иркутскэнерго»	2
Прочие	17

Акции многих прочих эмитентов были малоликвидными и не представляли особого интереса для банков, финансово-инвестиционных компаний и других участников рынка.

Рынок *корпоративных облигаций* развивался еще медленнее. Эти бумаги появились в обращении в 1993—1994 гг. Эмитентами первых частных облигаций выступили крупные компании, например КамАЗ, АвтоВАЗ, и коммерческие банки. Корпоративные облигации выпускают компании, имеющие высокую стабильность и имидж на рынке, что было большой редкостью для нашей страны. Развитие рынка этих ценных бумаг сдерживали также проблемы взаимных неплатежей и задолженностей, одолевшие экономику.

Более высокими темпами в это время развивался рынок *банковских векселей*. Их преимущество заключалось в высокой ликвидности вследствие отсутствия ценового риска. Кроме того, они обеспечивали неплохую доходность. Среди эмитентов этих ценных бумаг можно назвать Сбербанк РФ, Альфа-банк, Собинбанк и многие другие. Обращение корпоративных векселей предприятий было развито гораздо слабее. Их эмитентами в первую очередь являлись компании нефтяных и металлургических отраслей.

На рынке появились и начали активно действовать инвестиционные фонды, финансово-строительные компании, негосударственные пенсионные фонды и другие небанковские кредитно-финансовые институты. Этот период характеризуется также началом разорений и банкротств, а также полосой злоупотреблений на фондовом рынке. Многие корпоративные бумаги выбрасывались на него без прохождения должной регистрации и привлекали внимание обещанными высокими дивидендами. Совершались откровенные мошенничества, например такими печально известными учреждениями, как МММ, Чара-банк, **Нефтьалмазинвест** и др. Все это привело к большим финансовым потерям широкого круга инвесторов и подрыву доверия ко многим участникам рынка ценных бумаг. В связи с этим в ноябре 1994 г. появился указ Президента «О мерах по государственному регулированию рынка ценных бумаг в РФ». В числе прочих мер по наведению порядка на фондовом рынке указом было утверждено положение «О Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ».

К концу рассматриваемого периода российский рынок корпоративных ценных бумаг стал достаточно глубоко интегрированным в мировую финансовую систему. Во многом этому способствовала эмиссия в стране *депозитарных расписок*, т.е. производных ценных бумаг, выпущенных на бумаги отечественных предприятий и имеющих свободное хождение за рубежом. Одной из главных причин их

появления были определенные трудности в проведении спекуляций иностранными портфельными инвесторами, связанные с отсутствием в России четких гарантий при переоформлении прав собственности на приобретенные акции. Выпускались два вида бумаг этого типа: американские депозитарные расписки (**АДР**), номинированные в долларах и обращающиеся на рынке США, и глобальные депозитарные расписки (**ГДР**), обращающиеся кроме американского еще и на рынках стран Западной Европы. На американском рынке, например, обращались расписки, выпущенные на акции ТД ГУМ, НК ЛУКОЙЛ, Инкомбанка и др. Выпуском АДР на акции этих и других учреждений, а также их размещением занимались прошедшие аудит по международным стандартам такие известные корпорации, как РАО «ЕЭС России», ОАО «Ростелеком», ОАО «Мосэнерго», ОАО «Сургутнефтегаз» и др. Выпущенные российскими корпорациями АДР позволяли их владельцам иметь все права акционеров, в том числе на получение дивидендов, а также работать на американском рынке при некоторых объективных ограничениях.

Период 1993—1997 гг., особенно его последние два года, отличался активным ростом котировок ценных бумаг, увеличением объемов торговли, расширением круга профессиональных участников фондового рынка. Во многом этому способствовало качественное развитие правового обеспечения рынка ценных бумаг, диверсификация видов фондовых инструментов, повышение инвестиционного рейтинга Российской Федерации. Значительные финансовые ресурсы отечественных и зарубежных инвесторов были вложены в ценные бумаги российских эмитентов. Начался процесс интеграции российского фондового рынка в мировую финансовую систему.

Глава

20

Вексельное обращение

20.1. Вексель: история возникновения и развитие

Вексельный рынок — сегмент рынка ценных бумаг России, на котором происходит обращение векселей.

Вексель — самый первый в истории вид ценной бумаги. Первичные формы простого векселя — долговая расписка, заемное письмо — появились в глубокой древности: в Вавилоне, Греции, Древнем Риме.

По мнению большинства историков, переводной вексель возник как орудие международных расчетов в XII в. в Италии. Первоначально он был связан с переводом денег из одной страны в другую. Прообразом переводного векселя было сопроводительное письмо банкира-менялы, выдаваемое купцу взамен полученных от него денег, с поручением другому банкиру-меняле выплатить подателю письма деньги в местной валюте. Не случайно в названии векселя на разных языках содержится слово «обмен»¹.

Благодаря средневековым торговым ярмаркам переводной вексель постепенно становится средством обращения и орудием кредита. На ярмарке купец, покупая товары в долг, расплачивался переводным векселем своего банкира, затем полученные векселя обменивались в банке на наличные деньги.

Вексельный оборот в XII—XVI вв. сосредоточивался на международных вексельных ярмарках — прообразе современных расчетных палат и бирж. На ярмарках купцы осуществляли акцепты векселей и взаимные расчеты по ним. Крупнейшие вексельные ярмарки функционировали во французском графстве Шампань (XIII—XIV вв.), в Лионе и Антверпене (XV—XVI вв.). Постепенно вексель стал использоваться не только в международной, но и во внутренней торговле.

¹ *Lettera di cambio* — итал., *lettre de change* — фр., *bill of exchange* — англ., *Wechsel-Brief* — нем.

К концу XVI в. в основном сложились вексельные права и обычаи, прежде всего строгость взыскания вексельного долга (вплоть до личного задержания), а также установленная форма векселя. Первый вексельный устав был принят в Италии в 1569 г. Согласно уставу вексель нельзя было передавать другому лицу, что существенно ограничивало круг участников вексельного процесса.

Введение в XVII в. во Франции облегченной переуступки права требования по векселю другому лицу с помощью передаточной надписи — *индоссамента* — расширило обращаемость векселя. Благодаря индоссаменту стало возможным одним векселем погашать несколько денежных обязательств, общая сумма которых могла значительно превышать сумму самого векселя. Это превратило вексель в удобный и широко применяемый субститут (заменитель) денег.

Французское законодательство рассматривало вексель как результат договора, с которым связано возникновение векселя. Общегерманский вексельный устав (1947) впервые законодательно закрепил важнейшее свойство векселя — его абстрактность, т.е. независимость от сделки, послужившей основой его появления. Согласно германскому законодательству сила векселя вытекала не из соглашения, заключенного по поводу его выдачи, а из самого векселя: из вексельного текста и законного права владения векселем.

Общегерманский вексельный устав был взят за основу вексельного законодательства рядом стран (Швецией, Финляндией, Сербией, Бельгией, Норвегией, Италией) и стал одним из источников международных вексельных конвенций, принятых в 1930 г.

Для устранения трудностей в использовании векселей в международном обороте потребовалось унифицировать нормы вексельного законодательства разных стран, т.е. устранить национальные различия правовых норм, регламентирующих порядок применения векселей. Проект единого закона о векселях был выработан Гаагскими конференциями (1910 и 1912 гг.), в работе которых приняли участие представители 33 государств Европы, Америки и Азии (включая Россию). Однако Первая мировая война не позволила реализовать этот проект. Только в 1930 г. на международной конференции в Женеве были заключены многосторонние межгосударственные договоры, регулирующие вексельные отношения, — Женевские вексельные конвенции.

На Женевской конференции были приняты три вексельные конвенции: О единообразном законе о переводном и простом векселе с приложениями (№ 358); О разрешении некоторых коллизий национальных законов о переводных и простых векселях (№ 359); О гербовом сборе в отношении переводного и простого векселя (№ 360). Великобритания, США, ряд других стран англо-американского (анг-

лосаксонского) права не присоединились к конвенциям. В настоящее время большинство стран мира входят в одну из двух основных систем вексельного права: женеvскую или американскую.

Единообразный закон о переводном и простом векселе обычно называют Единообразным вексельным законом (ЕВЗ); введен в действие странами-участницами в разные годы.

ЕВЗ состоит из двух разделов: I — «О переводном векселе», включает 12 глав; II — «О простом векселе». Закон определяет обязательные реквизиты переводного и простого векселя, права и обязанности по векселю, возникающие у векселедателя, плательщика, векселедержателя; устанавливает порядок передачи прав по векселю с помощью индоссамента, права и обязанности индоссанта и индоссата, виды индоссамента; порядок предъявления векселя к акцепту; порядок предъявления векселя к платежу и иска в случае неакцепта или **неплатежа**¹.

Специальные разделы ЕВЗ посвящены авалю, сроку платежа по векселю, акцепту и платежу в порядке посредничества, выдаче векселя в нескольких тождественных экземплярах и копиям векселя, срокам погашения исковых требований векселедержателя против акцептанта, индоссантов и векселедателя, а также исковых требований индоссантов друг к другу и к векселедателю, исчислению сроков платежа (и всех других действий) по векселю, срок которого падает на установленный по закону нерабочий день, воспрещению традиционных **дней**².

В России вексель появился в конце XVII — начале XVIII в. в основном благодаря тесным связям с немецкими купцами. В годы правления Петра I векселя стали использоваться правительством. Первый вексельный устав в России был принят в 1729 г., подобно западным образцам он посвящен в основном переводному векселю. Несмотря на это основным видом векселя в России стал простой вексель, прообразом которого была так называемая кабала (заемное письмо).

Второй вексельный устав, который был принят в 1832 г., не учитывал хозяйственных реалий и судебной практики России подобно Уставу 1729 г. Принятый в 1902 г. Устав о векселях удачно сочетал достижения Общегерманского вексельного устава 1847 г. и особенности экономики России. Он просуществовал до 1917 г. В 1922 г.

¹ Терминологию см. в глоссарии.

² Традиционные дни — предусмотренные вексельным законодательством ряда стран льготные дни, на которые удлиняется срок платежа, обозначенный на векселе. Так, английское законодательство устанавливает три традиционных дня, т.е. вексель может быть оплачен через три дня по истечении его срока. В странах, входящих в женеvскую систему вексельного права, **традиционные** дни не приняты.

советское правительство приняло «Положение о векселях», в основу которого был положен устав 1902 г.

В период нэпа вексельное обращение получило довольно широкое развитие; на операции по учету коммерческих векселей приходилось до 60% кредитных операций Госбанка СССР. Кредитная реформа начала 1930-х годов упразднила в СССР коммерческий кредит и вексель; векселя продолжали использовать только во внешней торговле.

В 1936 г. Советский Союз присоединился к Женевским вексельным конвенциям. В 1937 г. было принято постановление ЦИК и СНК СССР «О введении в действие Положения о переводном и простом векселе», основанное на ЕВЗ. По сути, это русскоязычный перевод ЕВЗ.

С переходом к рыночной экономике вексель возвращается во внутренний финансово-хозяйственный оборот России. С 1990-х годов вексельный рынок прошел большой путь развития, превратившись в важный сегмент финансового рынка России.

С самого начала в вексельном обороте преобладали простые финансовые векселя банков и финансовых компаний. Векселя выпускались сериями (на стандартных условиях) и служили в первую очередь средством привлечения относительно дешевых денежных средств юридических и физических лиц.

В соответствии с российским законодательством вексель не относится к эмиссионным ценным бумагам, при выпуске векселей нет необходимости регистрировать проспект эмиссии, что значительно упрощает и удешевляет последнюю. Это выгодно отличает вексель от альтернативных источников привлечения заемных средств (облигаций, депозитных и сберегательных **сертификатов**¹). Если облигации выпускают в основном крупные компании, то векселя могут использоваться средними и мелкими компаниями.

Для инвесторов вексель был прежде всего доходной ценной бумагой. В 1992—1993 гг. по доходности векселя были лидерами российского рынка ценных бумаг. Вексель позволяет проинвестировать практически любую сумму средств (номинальная сумма векселя практически ничем не ограничена) на любой срок (от одного дня до нескольких лет). Важным преимуществом является и простота документооборота. Инвестор не должен открывать счет депо, оплачивать услуги депозитария. Кроме перечисленных вексель обладает еще одним преимуществом по сравнению с другими обязательствами: его можно использовать как платежный инструмент. Повышению ин-

¹ В соответствии с письмом Центрального банка РФ от 10 февраля 1992 г. № 14-3-20 УСЛОВИЯ выпуска сертификатов должны быть зарегистрированы в Центральном банке.

вестиционной привлекательности векселя способствовало также более льготное налогообложение дохода по **процентным** векселям, чем по депозитам юридических лиц. В результате значительная часть предприятий и организаций перевела свои депозиты в векселя.

Первыми эмитентами векселей были Инкомбанк, Промстройбанк, Сбербанк РФ, Российский национальный коммерческий банк, Ялос-Банк, ЛЛД-Банк. Летом 1992 г. АвтоВазбанк, Инкомбанк, Конверсбанк, Российский брокерский дом создали первый эмиссионный синдикат по совместному выпуску векселей. Ряд банков объединились в вексельные центры для эмиссии векселей и обслуживания вексельного оборота.

Большую роль в становлении и развитии вексельного обращения сыграло постановление Президиума ВС РСФСР «О применении векселя в хозяйственном обороте РСФСР»¹ от 24 июня 1991 г., подтвердившее действие на территории РСФСР Положения о переводном и простом векселе, а также письмо ЦБ РФ от «О банковских операциях с векселями» от 9 сентября 1991 г., в котором были даны рекомендации по использованию векселей в хозяйственном обороте и приведены образцы векселей.

В условиях кризиса платежной системы в 1994 г. началось активное использование банковских векселей для расчетных операций. Предприятие расплачивалось векселем банка путем его индоссирования со своим поставщиком, который мог затем использовать его для расчета с кредиторами. В результате передачи векселя «по цепочке» погашались долги предприятий различных отраслей, а последний держатель предъявлял вексель в банк к оплате.

Эта схема действовала и при использовании векселя как инструмента вексельного кредитования. Банки стали выдавать свои векселя клиентам на основе кредитных договоров, что выгодно и банку и клиенту: при выдаче векселей заемщику банк не изымает из оборота денежные ресурсы, как при обычной банковской ссуде, а потому взимает процент по вексельному кредиту в **3—4** раза ниже.

Банковские векселя стали использоваться предприятиями, финансовыми органами, финансовыми управлениями местных администраций для расчетов по просроченным платежам за товары и услуги, по просроченным кредитам и процентам на них, для погашения задолженности перед региональными и местными бюджетами, а также Пенсионным фондом РФ.

В 1995 г. значительно выросло число банков — эмитентов векселей. Если в **1993—1994** гг. их было несколько десятков, то в середине 1995 г. — уже около 250. По оценке Банка России во втором

¹ Постановление утратило силу.

полугодия 1995 г. на долю векселей в общем объеме выпущенных банками ценных бумаг приходилось около **75%**, при этом до 20% их использовалось в качестве платежного средства. Общая сумма обязательств коммерческих банков по векселям достигла в середине 1996 г. **20 трлн руб.**, или **1/5** всей наличной денежной массы.

С 1994 г. начался выпуск векселей предприятиями, которые расплачивались ими за электроэнергию, воду, газ, железнодорожные перевозки. Вексель для многих предприятий стал главным инструментом пополнения оборотных средств.

Широкое распространение получили схемы взаиморасчетов с помощью корпоративных векселей, что существенно снизило потребность в деньгах. По данным Министерства экономики, в 1995 г. предприятия осуществили платежи векселями на сумму **1400 трлн руб.** По различным оценкам коэффициент погашения задолженности с помощью векселей банков и предприятий составлял в среднем от **4 до 6**, т.е. сумма задолженности, погашенной с помощью векселей, превышала сумму выданных векселей в **4—6** раз.

В апреле 1994 г. эмитировало векселя и Министерство финансов РФ; казначейские векселя были выпущены в целях погашения задолженности бюджета перед предприятиями-поставщиками по государственным заказам, а также для создания платежного инструмента для предприятий. Однако вопреки объявленной цели они не были использованы как расчетное средство: все векселя выкупил Банк России, предоставив Министерству финансов РФ денежные средства для расчета с предприятиями.

В 1995 г. к эмитентам векселей присоединились субъекты Российской Федерации и местные органы власти; по оценке Банка России выпуск ими векселей составил в 1995 г. **50 трлн руб.**

По экспертным оценкам вексельный оборот вырос с нескольких десятков миллиардов рублей в 1994 г. до сотен триллионов в 1996 г. Бурный рост вексельного обращения обусловил необходимость регулирования вексельного сегмента финансового рынка. В целях ограничения риска по собственным векселям банков Банк России установил в августе 1996 г. лимит риска собственных вексельных обязательств коммерческих банков — **норматив N13** (отменен в связи с принятием инструкции Банка России «Об обязательных нормативах банков» 110-И от 16 января 2004 г.).

Для обеспечения благоприятных условий деятельности на вексельном рынке и, в частности, формирования инфраструктуры последнего в 1996 г. при непосредственном участии Банка России была создана профессиональная организация, регулирующая вексельный рынок, — Ассоциация участников вексельного рынка (АУВЕР). Согласно уставу АУВЕР — это негосударственная некоммерческая ор-

ганизация участников вексельного рынка, основанная на принципах добровольности, равноправия, свободного волеизъявления и общности интересов своих членов. Цель **АУВЕР** — обеспечение условий деятельности участников вексельного рынка, разработка стандартов и правил вексельного обращения и контроль за их соблюдением; создание технологической инфраструктуры вексельного рынка и внедрение прогрессивных технологий на вексельном рынке; осуществление профессиональной подготовки лиц — участников вексельного обращения, проведение сбора, анализа, раскрытия информации о рынке векселей и его участниках, проведение экспертизы вексельных проектов.

АУВЕР объединяет наиболее крупных операторов вексельного рынка. Это, по сути, единственный посредник между участниками вексельного рынка и государственными структурами.

Важнейшее направление деятельности **АУВЕР** — разработка стандартов деятельности на вексельном рынке. С участием Банка России **АУВЕР** разработала «Стандарт выдачи и погашения векселей», «Стандарт передачи векселей», «Стандарт раскрытия информации о фактах выдачи векселей, о фактах неплатежа по векселям, неакцепта векселей и о фактах утраты, хищения и блокирования векселей».

Упорядочению вексельного обращения способствовало принятие в марте 1997 г. Федерального закона РФ «О переводном и простом векселе», согласно которому на территории России применяется постановление ЦИК и СНК СССР «О введении в действие Положения о переводном и простом векселе»; вексель должен быть составлен только на бумаге (бумажном носителе); упрощена процессуальная форма взыскания задолженности по векселю на основании судебного приказа. Судебный приказ выдается судом по заявлению кредитора после извещения должника, но без вызова сторон и судебного разбирательства; взыскание по нему производится в порядке, установленном для исполнения судебных решений.

Кризис 1998 г. привел к резкому сужению вексельного сегмента финансового рынка России из-за пошатнувшегося доверия к эмитентам векселей, и прежде всего к банкам. Для восстановления вексельного рынка понадобилось почти полтора года — оно завершилось во второй половине 2000 г.

Оздоровлению и расширению вексельного рынка способствовали рост промышленного производства, замедление темпов инфляции, повышательная динамика реального курса рубля, снижение рыночных ставок, а также уменьшение спекулятивной привлекательности валютного рынка и рынка государственных ценных бумаг.

В настоящее время вексельный рынок — один из самых крупных сегментов рынка долговых обязательств России. По данным **НКС-**

вексель», средний ежедневный объем торгов векселями ориентировочно составляет 7,1 млрд руб. (Финанс. 2006. № 29).

Несмотря на увеличение оборота векселей улучшается состояние платежей и расчетов: снижается доля расчетов векселями и растет доля расчетов денежными средствами. В 2006 г. она составляла 95,6% по сравнению с 71,7% в декабре 2000 г. (см.: Годовой отчет Банка России за 2006 г.; Годовой отчет Банка России за 2001 г.).

До 70% всех векселей выпускают коммерческие банки — главные операторы рынка векселей. Банки активно используют векселя для привлечения краткосрочных и среднесрочных финансовых ресурсов. На 1 января 2007 г. объем размещенных банками векселей составил 790,5 млрд руб. (подсчитано по: Бюллетень банковской статистики, 2007). Векселя устойчиво доминируют в структуре выпускаемых коммерческими банками долговых ценных бумаг: на 1 января 2007 г. доля векселей в общем объеме долговых обязательств банков составляла 77,6% (см.: Годовой отчет Банка России за 2006 г.).

За последние годы увеличился средний срок обращаемости векселей, выпускаемых коммерческими банками. Если на 1 января 2000 г. доля векселей сроком погашения свыше 6 месяцев составляла 48,6%, то на то же число в 2005 г. — 58,0%, а на 2007 г. — 72,3%. Основная часть векселей имеет срок обращаемости **свыше 6 месяцев**.

Учет (покупка) векселей — важное направление активных операций коммерческих банков. С 2001 по 2003 г. вложения в векселя составляли от 4,6 до 5,0% банковских активов, по состоянию на 1 января 2005 г. — 2,7, 2006 — 2,2, 2007 г. — 1,5%. Как правило, банки охотнее приобретают векселя других банков, реже — векселя российских предприятий и организаций.

Повышению привлекательности векселей предприятий для коммерческих банков, росту ликвидности вексельного рынка содействовало принятие Банком России положения № **122-П** «О порядке предоставления Банком России кредитов банкам, обеспеченных залогом и поручительствами» от 3 октября 2000 г. Положение предусматривало кредитование Банком России коммерческих банков под залог простых рублевых векселей организаций сферы материального производства. 14 июля 2005 г. было принято положение Банка России № 273-П «О порядке предоставления Банком России кредитным организациям кредитов, обеспеченных залогом векселей, прав требования по кредитным договорам организаций или поручительствами — кредитных организаций» и указание № **1601-У** «Об условиях предоставления Банком России кредитным организациям кредитов, обеспеченных залогом векселей, прав требования по кредитным договорам организаций или поручительствами кредитных организаций».

Рынок банковских векселей развивается в значительной степени благодаря деятельности крупнейших банков. Доля векселей, **выпу-**

шенных 30 крупнейшими российскими банками, на начало 2007 г. составила 58,5% общего объема банковских векселей (см.: Годовой отчет Банка России за 2006 г.). К первому эшелону векселедателей относятся всего четыре банка: Сбербанк, Внешторгбанк, Газпромбанк и Россельхозбанк, ко второму — около 25 организаций, среди которых только три небанковские структуры: **Уралсвязьинформ**, **Центр-телеком** и **Стройтрансгаз**. К активным операторам вексельного рынка (ежедневно заключают хотя бы несколько сделок) эксперты относят примерно десять банков и три-четыре инвестиционные **компании**¹.

20.2. Понятие «вексель». Функции векселя

В вексельном законодательстве нет определения векселя. Банк России под векселем понимает составленное по установленной законом форме безусловное письменное долговое денежное обязательство, выданное векселедателем векселедержателю и наделяющее векселедержателя безоговорочным правом требовать с векселедателя безусловную уплату указанной суммы денег в **определенный** срок и в определенном месте.

В учебнике «Банковское дело» под редакцией **О.И. Лаврушина** вексель трактуется как безусловное абстрактное письменное долговое обязательство строго установленной законом формы, дающее его владельцу (векселедержателю) бесспорное право по наступлении срока требовать от векселедателя или акцептанта уплаты денежной суммы.

Резюмируя понятие «вексель», необходимо принимать во внимание два момента: во-первых, то, что он является безусловным долговым обязательством, и, во-вторых, то, что он относится к ценным бумагам (ст. 143 ГК РФ). Таким образом, **вексель** можно определить как документарную долговую ценную бумагу, дающую ее владельцу (векселедержателю) безусловное право требовать уплаты обозначенной в векселе денежной суммы в предусмотренный векселем срок.

Будучи разновидностью ценных бумаг, вексель обладает следующими свойствами:

- удостоверяет имущественные права;
- осуществление или передача прав, которые удостоверяются векселем, возможны только при его предъявлении;
- с передачей векселя переходят все удостоверяемые им права в совокупности;
- составляется с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов;

¹ **Финанс**. 2006. № 29.

- виды прав, которые удостоверяются векселем, обязательные реквизиты, требования к форме и т.д. определяются законом или в установленном им порядке;
- отсутствие обязательных реквизитов векселя влечет за собой его ничтожность;
- является ордерной ценной бумагой, т.е. права, удостоверенные векселем, могут принадлежать названному в векселе лицу, которое может само осуществить эти права или назначить своим распоряжением (приказом) другое **управомоченное** лицо;
- права по векселю передаются путем совершения на нем передаточной надписи — индоссамента. Лицо, передающее права по векселю, или индоссант, несет ответственность не только за существование права, но и за его осуществление. Индоссамент, совершенный на векселе, переносит все права, удостоверенные векселем, на лицо, которому или приказу которого передаются права по векселю, — индоссата. Индоссамент может быть бланковым (без указания лица, в пользу которого должно быть произведено исполнение) или именным (с указанием лица, которому или приказу которого должно быть произведено исполнение). Индоссамент может быть ограничен только поручением осуществлять права, удостоверенные векселем, без передачи этих прав индоссату (**препоручительный** индоссамент). В этом случае индоссат становится представителем;
- лицо, выдавшее вексель, и все лица, индоссировавшие его, отвечают перед его законным владельцем солидарно, кроме индоссантов, сделавших оговорку «без оборота на меня». В случае удовлетворения требования законного владельца векселя об исполнении удостоверенного им обязательства одним или несколькими лицами из числа обязавшихся до него по векселю они приобретают право обратного требования (регресса) к остальным лицам, обязавшимся по векселю.

Вексельное обязательство обладает следующими свойствами:

- оно **денежное** — уплата долга по векселю совершается только в денежной форме;
- **одностороннее**, поскольку означает обязательство уплатить сумму векселя не единственному определенному лицу, но законному владельцу — векселедержателю;
- **безусловное** — любое условие в тексте векселя, которое ставит под сомнение безусловность вексельного обязательства, делает вексель недействительным;
- **абстрактное**, поскольку в тексте векселя не указывается причина его выпуска, выдача векселя юридически не связана ни с какими обстоятельствами;

- *солидарное* для всех обязанных по векселю лиц; все выдавшие акцептовавшие, индоссировавшие вексель или поставившие на нем аваль несут солидарную ответственность перед векселедержателем;
- *срочное* — обращение векселя ограничивается сроком его платежа.

Вексель — универсальный финансовый инструмент, выполняющий функции кредитную, расчетную, объекта операций на рынке ценных бумаг.

Будучи долговым обязательством, вексель выполняет *кредитную* функцию в ходе оформления кредитных отношений между покупателем и продавцом, заемщиком и кредитором.

Векселем можно оформить коммерческий кредит, предоставляемый продавцом покупателю в виде отсрочки уплаты денег за проданный товар (рис. 20.1).

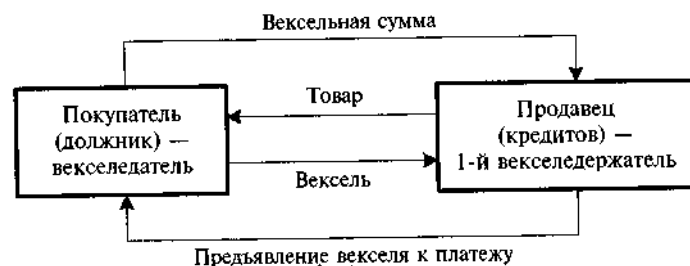


Рис. 20.1. Схема оформления векселем коммерческого кредита

Кредитование с помощью векселя способствует ускорению реализации товаров, оборачиваемости оборотного капитала, уменьшает потребность хозорганов в денежных средствах.

С помощью выпуска векселей государство, банки, компании могут привлекать денежные средства. Когда банк «продает» свой вексель, он занимает деньги у юридических или физических лиц, которые, «покупая» вексель, становятся кредиторами банка-векселедателя (рис. 20.2).



Рис. 20.2. Схема оформления банковским векселем денежного займа

Возникнув как кредитный инструмент, вексель стал использоваться как кредитное орудие обращения; не будучи деньгами, вексель заменяет наличные деньги, будучи средством обращения и платежа, т.е. выполняет *расчетную* функцию.

При реализации товаров с отсрочкой платежа вексель одновременно служит средством оформления коммерческого кредита и платежным документом (см. рис. 20.1). Предприятие может расплачиваться за товары и услуги как собственным векселем, так и чужим, который оно получило от другого предприятия. Одним и тем же векселем можно в процессе платежного оборота погасить несколько денежных обязательств, общая сумма которых может превышать номинал векселя в несколько раз. Вексель, таким образом, может использоваться как средство взаиморасчетов.

Например, железная дорога рассчитывается собственным простым векселем с электростанцией, которая расплачивается полученным векселем с шахтой. Шахта передает вексель в оплату железнодорожных перевозок железной дороге, которая в результате становится своим собственным кредитором. Совпадение должника и кредитора в одном лице прекращает любое обязательство, в том числе вексельное (ст. 413 ГК РФ). Схема использования векселя предприятия для взаиморасчетов приведена на рис. 20.3.

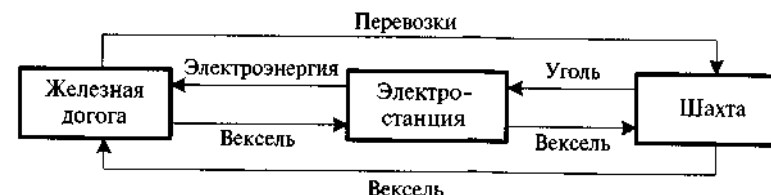


Рис. 20.3. Схема использования векселя предприятия для взаиморасчетов

В качестве платежного средства широко используются векселя наиболее надежных банков, например Сбербанка РФ. Векселя банков активно используются и для взаиморасчетов (рис. 20.4).

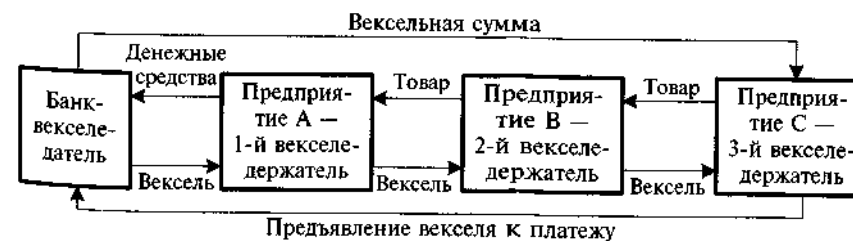


Рис. 20.4. Схема использования банковского векселя для взаиморасчетов

Будучи долговой ценной бумагой, вексель является *объектом* различных операций на рынке ценных бумаг — в этом состоит его третья функция. Вексель — один из высокодоходных инструментов рынка ценных бумаг. Являясь для заемщика инструментом привлечения денежных ресурсов, для заимодавца он служит объектом инвестиций в целях получения дохода.

Покупая векселя предприятий, банки получают доход в виде дисконта, а предприятия с помощью продажи векселей привлекают необходимые денежные ресурсы.

Использование векселя в качестве залогового средства позволяет предприятию получить кредит в банке; коммерческий банк может получить кредит под залог векселей своих клиентов на межбанковском рынке или в Центральном банке.

20.3. Форма векселя

Форму векселя определяет совокупность *обязательных реквизитов* — элементов вексельного текста; отсутствие хотя бы одного из обязательных реквизитов лишает документ вексельной силы. Обязательные реквизиты векселя определены Положением о переводном и простом векселе.

Обязательные реквизиты переводного и простого векселя, совокупность которых составляет форму векселя, приведены в табл. 20.1.

Таблица 20.1. Обязательные реквизиты переводного и простого векселя

Номер реквизита	Переводной вексель	Простой вексель
1	Вексельная метка	Вексельная метка
2	Простое, ничем не обусловленное предложение уплатить вексельную сумму	Простое, ничем не обусловленное обещание уплатить вексельную сумму
3	Наименование плательщика (трассата)	Реквизит отсутствует
4	Указание срока платежа	Указание срока платежа
5	Указание места платежа	Указание места платежа
6	Наименование того, кому или приказу кого платеж должен быть совершен, — первого векселедержателя (ремитента)	Наименование того, кому или приказу кого платеж должен быть совершен, — первого векселедержателя
7	Указание даты и места составления векселя	Указание даты и места составления векселя
8	Подпись векселедателя (трассанта)	Подпись векселедержателя (плательщика)

В соответствии с Положением *переводной вексель* (тратта) должен содержать:

1) наименование «вексель», включенное в текст документа (вексельная метка);

2) простое и ничем не обусловленное предложение уплатить определенную сумму;

3) наименование того, кто должен платить (плательщика, трассата);

4) указание срока платежа. Переводной вексель, срок платежа по которому не указан, рассматривается как подлежащий оплате по предъявлению;

5) указание места, в котором должен быть совершен платеж. При отсутствии особого указания место, обозначенное рядом с наименованием плательщика, считается местом платежа и вместе с тем местом жительства плательщика;

6) наименование того, кому или приказу кого платеж должен быть совершен (**ремитента**);

7) указание даты и места составления векселя. Переводной вексель, в котором не указано место его составления, признается подписанным в месте, обозначенном рядом с наименованием векселедателя;

8) подпись того, кто выдает вексель (векселедателя, трассанта).

Переводной вексель может быть выдан приказу самого векселедателя. Такой вексель называют векселем собственному приказу. В этом случае в качестве ремитента выступает сам трассант, т.е. трассант и ремитент — одно лицо.

Переводной вексель также может быть выдан на самого векселедателя. В этом случае трассат — это сам трассант.

Простой вексель содержит:

1) наименование «вексель», включенное в текст документа (вексельная метка);

2) простое и ничем не обусловленное обещание уплатить определенную сумму;

3) указание срока платежа. Простой вексель, срок платежа по которому не указан, рассматривается как подлежащий оплате по предъявлению;

4) указание места, в котором должен быть совершен платеж. При отсутствии особого указания место составления документа считается местом платежа и вместе с тем местом жительства векселедателя;

5) наименование того, кому или приказу кого платеж должен быть совершен;

6) указание даты и места составления векселя. Простой вексель, не указывающий место его составления, рассматривается как подписанный в месте, обозначенном рядом с наименованием векселедателя;

7) подпись того, кто выдает вексель (векселедателя).

20.4. Виды векселей

Виды векселей можно классифицировать по форме, характеру сделки, лежащей в основе выдачи векселя, векселедателю (эмитенту), месту и сроку платежа, способу получения дохода, денежной единице, в которой выписан вексель (табл. 20.2).

Таблица 20.2. Классификация векселей

Классификационный признак	Вид векселя
Форма векселя	Переводной (тратта) Простой (соло)
Сделка лежащая в основе выдачи векселя	Коммерческий (товарный, торговый) Финансовый Дружеский Бронзовый
Векселедатель (эмитент)	Казначейский Муниципальный Корпоративный (банковский, фирменный)
Срок платежа	Сроком по предъявлению Сроком во столько-то времени от предъявления Сроком во столько-то времени от составления На определенный день
Способ получения дохода	Дисконтный Процентный
Денежная единица, в которой указана вексельная сумма	В национальной валюте (рублевый) Валютный

По **форме** вексельное законодательство различает вексель переводный (тратта) и простой (соло).

Переводной вексель (*тратта*) — документарная ценная бумага, содержащая ничем не обусловленное предложение векселедателя (трассанта), адресованное плательщику (трассату) уплатить определенную сумму третьему лицу (первому векселедержателю, **ремитенту** или его приказу в указанный срок.

Простой вексель (соло) — документарная ценная бумага, содержащая ничем не обусловленное обещание векселедателя **уплатить** определенную сумму векселедержателю или его приказу в **указанный** срок.

Если в переводном векселе участвуют три лица: векселедатель (трассант), плательщик (трассат) и первый векселедержатель (**ремитент**), — то в простом лишь двое: векселедатель и первый векселедержатель.

Переводной вексель выписывается в форме безусловного предложения уплатить определенную сумму (в векселе это обозначается словами «платите», «заплатите»), простой — в форме безусловного обязательства (в векселе это обозначается словами «безусловно обязуемся **уплатить**»).

И переводной и простой векселя являются *долговыми документами*: они используются для оформления кредитных отношений. Должником по простому векселю является векселедатель, который сам несет ответственность за оплату векселя. Векселедатель переводного векселя (трассант) является кредитором по отношению к плательщику (трассату), именно поэтому он предлагает последнему произвести платеж. Но вексель не содержит ссылки на эти отношения, и плательщик не несет ответственности за оплату векселя до тех пор, пока не акцептует его (т.е. не даст согласия на уплату по векселю в виде надписи на лицевой стороне векселя). Векселедатель переводного векселя в соответствии с Положением отвечает за акцепт и платеж. Он может сложить с себя ответственность за акцепт, но всякое условие, по которому он слагает с себя ответственность за платеж, считается ненаписанным. Таким образом, до акцепта обязательство уплатить вексель (перед ремитентом или другим держателем векселя) несет векселедатель (трассант), после акцепта главным должником по векселю становится акцептант, а за трассантом остается функция гаранта.

Если простым векселем оформляются кредитные отношения между двумя лицами, то переводным — отношения трех лиц. Векселедатель переводного векселя не случайно предлагает плательщику уплатить долг не ему, а третьему лицу (ремитенту). Дело в том, что трассант по отношению к ремитенту сам является должником, т.е. трассант поручает уплатить свой долг другому лицу (трассату), — погашение долга переводится (трассируется) на другое лицо. Поэтому вексель и называется переводным (траттой). Переводной вексель по существу выражает два долговых обязательства: плательщика (трассата) перед векселедателем (трассантом) и векселедателя (трассанта) перед ремитентом.

Простой вексель представляет собой долговое обязательство как по содержанию, так и по форме; а переводной, являясь по форме предложением уплатить, также содержит долговое обязательство. До акцепта векселя — это обязательство трассанта (векселедателя) перед ремитентом, во исполнение которого предлагается произвести платеж; оно носит вторичный характер, т.е. если трассат (плательщик) откажется от платежа, то платеж совершит трассант (векселедатель). В акцептованном векселе содержится обязательство акцептанта заплатить по векселю. Акцептант подобно векселедателю простого век-

селя несет ответственность за оплату векселя. В случае неплатежа векселедержатель, даже если он является векселедателем, имеет против акцептанта прямой иск.

По *характеру сделки*, лежащей в основе выдачи векселя, выделяют векселя коммерческие (товарные, торговые), финансовые, дружеские, бронзовые. Коммерческим векселем оформляются кредитные отношения между покупателем и продавцом товара; его называют также товарным или торговым. Коммерческий вексель (простой и переводный) выражает обязательство, возникшее на основе товарной сделки (а именно продажи товара с отсрочкой платежа), является орудием коммерческого кредита и расчетов.

Финансовый вексель не связан с куплей-продажей товара; в его основе лежит выдача или получение денежного займа. Финансовые векселя (простые и переводные) могут выпускаться Казначейством, местными органами власти, банками, предприятиями, физическими лицами.

Дружескими называются векселя, за которыми не стоит никакой реальной сделки. Эти векселя выписывают друг на друга два предприятия, чтобы затем учесть их в банке или отдать в залог, получив реальные деньги, либо использовать для расчетов за товары и услуги со своими поставщиками или для погашения задолженности.

В основе *бронзового* векселя также нет никакой реальной сделки, но в отличие от дружеского он выписывается на вымышленное лицо, т.е. не имеет реального плательщика.

На векселе не пишется, товарный он или финансовый, эти оп-ределения отражают лишь их экономическую характеристику.

По *векселедателю* (*эмитенту*) различают векселя государственные и частные.

Государственные векселя — казначейские (выпускаются Казначейством, Министерством финансов) и муниципальные (выпускаются местными органами власти). Это **простые** финансовые векселя, выпускаемые в целях привлечения ресурсов.

К *частным* относятся корпоративные векселя (банковские и фирменные) и векселя физических лиц. Банковские векселя — это финансовые векселя, выпускаемые банками. Они могут быть простыми и переводными. Фирменные векселя — простые и переводные коммерческие или финансовые — выпускаются предприятиями. Это относится и к векселям физических лиц.

По *срокам платежа* выпускаются векселя: по предъявлении, во столько-то времени от предъявления, во столько-то времени от составления и на определенный день.

По *способу получения дохода* различают дисконтные и процентные векселя. В *дисконтном векселе* проценты на сумму долга, оформленного векселем, исчисляются заранее и присоединяются к сумме долга, т.е. включаются в вексельную сумму. По такому векселю доход векселедержателя называется дисконтом и определяется как разница между ценой приобретения векселя и вексельной суммой. Дисконт, выраженный в процентах к цене реализации, образует учетный процент.

Процентные векселя — это векселя, подлежащие оплате по предъявлении или через определенное время после предъявления; в их тексте указывается, что на вексельную сумму начисляются проценты по указанной ставке.

По *валюте*, в которой указана вексельная сумма, векселя в России делятся на *рублевые* и *валютные* (вексельная сумма указана в иностранной валюте).

20.5. Выпуск, обращение и погашение векселя

В процессе использования векселя в финансово-хозяйственном обороте можно выделить три этапа:

- выпуск (выдача) векселя;
- обращение векселя путем его передачи с помощью индоссамента;
- предъявление векселя к платежу и его погашение.

На *этапе выдачи* векселем оформляются кредитные отношения между векселедателем и первым векселедержателем (векселеполучателем). Моментом выпуска векселя в обращение считается его передача первому векселедержателю путем простого вручения. Выдача переводного векселя (тратты) называется трассированием.

Основанием выпуска векселя при продаже товара в кредит служит договор на поставку товара. В нем оговаривается, что расчет за поставку товара осуществляется путем:

- выдачи покупателем поставщику (под расписку) собственного простого векселя;
- выдачи покупателем поставщику (под расписку) своего переводного векселя на третье лицо, акцептованного последним;
- акцепта покупателем выставленного на него переводного векселя поставщика.

Таким образом, возможны три пути выпуска коммерческого векселя.

1. Покупатель, получив товар, выдает продавцу собственный простой вексель (рис. 20.5).

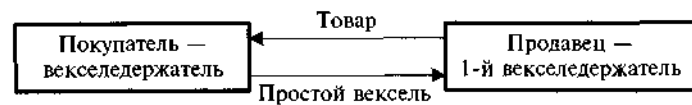


Рис. 20.5. Схема выдачи простого коммерческого векселя

2. Покупатель выдает продавцу против поставки товара собственную тратту на третье лицо, предварительно акцептованную последним (рис. 20.6).

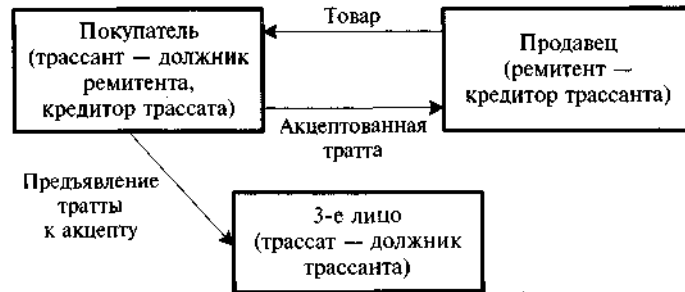


Рис. 20.6. Схема выдачи тратты покупателем товара

3. Продавец выставляет тратту на покупателя и направляет ее последнему для акцепта. Покупатель получает товар в обмен на акцепт тратты. Акцептованная тратта выдается продавцом третьему лицу (рис. 20.7).



Рис. 20.7. Схема выдачи тратты продавцом товара

Тратта обычно выписывается в двух экземплярах: первый направляется трассату для акцепта, второй — ремитенту.

Финансовый вексель выпускается на основе получения векселедателем от первого векселедержателя денежного займа (см. рис. 20.2): векселедатель (например, банк) продает вексель, а первый векселе-

держатель его покупает. В российской практике «размещение» банками векселей иногда оформляется договором купли-продажи векселя. С позиции действующего законодательства это некорректно. Дело в том, что объектом договора купли-продажи является вексель, но вексель становится таковым только с момента передачи его первому векселедержателю. Не может быть купли-продажи векселя, если в момент передачи денежных средств отсутствует предмет договора. Нет векселя, значит, нечего покупать.

Таким образом, выдачей финансового векселя оформляются *отношения денежного займа* между векселедателем и первым векселедержателем, а не отношения купли-продажи. Предмет договора займа — не вексель, а деньги (*денежная сумма*). В договоре займа предусматривается обязательство заимодавца предоставить заемщику сумму займа и обязательство заемщика выдать вексель определенного содержания. После выдачи векселя заемные отношения сторон регулируются только векселем (ст. 815 ГК РФ). Если, например, по договору займа на сумму последнего подлежат начислению проценты за пользование денежными средствами, а в тексте векселя условие о процентах отсутствует, вексель считается беспроцентным.

Банковский вексель может быть выдан также при кредитовании клиента, когда банк «выдает ссуду собственными простыми векселями» на основании кредитного договора (так называемый **векселедательный** кредит). Поскольку по кредитному договору кредит может предоставляться и погашаться только в денежной форме (ст. 819 ГК РФ), вексель в данном случае не может служить инструментом оформления долга клиента по этому договору. Векселем оформляется получение денежного займа банком, только источником денежных средств, передаваемых клиентом банку в обмен на вексель, служит ссуда, предоставленная клиенту на основе кредитного договора (в последнем предусмотрено, что ссуда должна быть направлена на «приобретение» векселя банка).

По сути, банк и клиент совершают две сделки: сначала банк предоставляет клиенту ссуду, а затем клиент за счет полученных средств предоставляет банку денежный заем под вексель. Именно поэтому при наступлении срока клиент должен вернуть банку полученную денежную сумму и проценты на нее, а банк — заплатить по векселю последнему векселедержателю.

Выпущенный (выданный) вексель приобретает свойства и признаки ценной бумаги и становится объектом различных гражданско-правовых сделок. Первый векселедержатель может распоряжаться векселем как его собственник по своему усмотрению.

Этап обращения векселя в финансово-хозяйственном обороте начинается с передачи его новому векселедержателю, которая **осуще-**

ствляется по индоссаменту. Индоссамент проставляется на оборотной стороне векселя или добавочном листе (аллонже). Передача векселя по индоссаменту называется *индоссированием*; векселедержатель, передающий вексель, — *индоссантом*, а лицо, в пользу которого совершается индоссамент, — *индоссатом*.

Векселя передаются в процессе осуществления расчетов за товары и услуги и погашения долговых обязательств. В России широкое распространение получили вексельные схемы, участники которых, передавая друг другу векселя, проводят зачет взаимных требований (см. рис. 20.3 и 20.4).

Передача векселя по индоссаменту происходит и при покупке (продаже) векселя. Покупают векселя в основном банки. Покупка векселей банком, являющаяся основанием для индоссирования векселя, называется *учетом* векселя. Банк-покупатель, получив вексель по индоссаменту, становится векселедержателем, т.е. к нему переходит право получения денег по векселю в установленный срок. Клиент — продавец векселя, передав вексель по индоссаменту, получает вексельную сумму **за** вычетом определенного процента от вексельной суммы. Этот процент называется *учетным процентом*, или *дисконтом*. Сумма дисконта равна разнице между вексельной суммой и суммой, выплаченной банком клиенту при покупке векселя. При наступлении срока платежа банк предъявляет вексель плательщику и получает вексельную сумму.

Банк может сам продать вексель до наступления срока платежа другому банку или отдать его залог.

Вексель передается банку и при получении кредита под залог векселя. Залог векселя оформляется путем совершения *залогового индоссамента* в пользу залогодержателя. Такой индоссамент имеет формулировку «Валюта в залог приказу такого-то в обеспечение таких-то обязательств такого-то лица по договору такому-то». Слова «валюта в залог» ограничивают возможности залогодержателя индоссировать вексель. Вексель с залоговым индоссаментом передается залогодержателю под его расписку.

Выдаваемая ссуда составляет **60–90%** суммы залога; после ее погашения и уплаты процентов по ней вексель и расписка возвращаются к заемщику, а индоссамент зачеркивается (кем угодно, в том числе залогодателем). В случае неисполнения заемщиком обязательства по кредитному договору задолженность по ссуде погашается за счет суммы, поступившей в оплату векселя.

Индоссирование векселя происходит также в процессе его инкассирования, которое осуществляют банки, обслуживающие векселедержателей. По поручению последних банки берут на себя ответственность по предъявлению векселей в срок плательщику и получению

причитающихся по ним платежей. Банк обязан своевременно переслать вексель по месту платежа и поставить в известность плательщика повесткой о поступлении документов на инкассо. В случае неполучения платежа банк предъявляет вексель к протесту от имени доверителя.

Передавая вексель банку для инкассирования, векселедержатель делает на нем **препоручительный индоссамент** (например, «для получения платежа», «на **инкассо**»). Такая надпись не делает банк-индоссат собственником векселя, а лишь уполномочивает его на получение денег по векселю, на распоряжение об **учинении** протеста, на уведомление предшествующих **надписателей** о непоступлении платежа. За инкассо взимается определенная комиссия.

На этапе предъявления векселя к платежу осуществляется его погашение **только в денежной форме**, поскольку вексель — это денежный документ. Вексель должен быть предъявлен держателем к платежу либо в день, когда он должен быть оплачен, либо в один из двух следующих рабочих дней. При оплате векселя плательщик может потребовать, чтобы он был вручен ему векселедержателем с распиской в получении платежа.

Векселедержатель не может отказаться от принятия частичного платежа. В случае частичного платежа плательщик может потребовать отметки о таком платеже на векселе и выдачи ему в этом расписки. Векселедержатель не может быть принужден принять платеж по векселю до наступления срока. Плательщик, который платит до наступления срока, делает это на свой страх и риск. Тот, кто уплатит в срок, свободен от обязательства, если только с его стороны не было обмана или грубой неосторожности. Он обязан проверять правильность последовательного ряда индоссаментов, но не подписи индоссантов.

В случае непредъявления векселя к платежу в срок каждый должник имеет право внести сумму векселя в депозит компетентному органу власти за счет векселедержателя.

Платеж по векселю может быть обеспечен полностью или в части вексельной суммы посредством *авалья* (вексельного поручительства). Это обеспечение дается третьим лицом (обычно банком) или даже одним из лиц, подписавших вексель. Аваль проставляется на векселе или на добавочном листе. Для авалья достаточно одной лишь подписи, поставленной *авалистом* (тем, кто дает аваль) на лицевой стороне векселя, если только эта подпись не поставлена плательщиком или векселедателем. В авале должно быть указано, за чей счет (за кого) он дан. При отсутствии такого указания он считается Данным за векселедателя.

Авалист отвечает так же, как и тот, за кого он дал аваль. Обязательство авалиста действительно даже в том случае, если гарантированное им обязательство окажется недействительным по какому-либо основанию, иному, чем дефект формы векселя. Оплачивая вексель, авалист приобретает права, вытекающие из векселя, против того, за кого он дал гарантию, и против тех, кто обязан перед этим последним в силу векселя.

Если плательщик отказал в акцепте или оплате векселя, векселедержатель может обратиться в суд с заявлением о взыскании денежных средств, причитающихся по векселю в порядке искового производства. Векселедержатель может обратить свой иск против всех лиц, солидарно обязанных перед ним по векселю: векселедателя, акцептанта, индоссантов, авалиста. Векселедержатель имеет право предъявления иска ко всем этим лицам вместе и к каждому в отдельности, не будучи принужденным соблюдать при этом последовательность, в которой они обязались. Такое право принадлежит и каждому подписавшему вексель после того, как он его оплатил. Иск, предъявленный к одному из обязанных, не препятствует предъявлению исков к другим, даже если они обязались после первоначального ответчика.

Перед подачей иска векселедержатель должен совершить *протест векселя* (опротестовать его). Протест векселя — это действия уполномоченного государственного органа (нотариуса), официально подтверждающего факты, с которыми вексельное законодательство связывает наступление определенных правовых последствий. Он оформляется составлением акта протеста, которым могут быть удостоверены: отказ плательщика от акцепта или оплаты векселя (протест в неакцепте или неплатеже); отказ акцептанта проставить дату акцепта (протест в недатировании акцепта); отказ депозитария векселя от его выдачи собственнику (протест о невручении).

Глава 21

Операции с ценными бумагами в России

21.1. Виды операций с ценными бумагами

Развивающийся рынок ценных бумаг России отличается существенной нестабильностью, которая вызвана переделом собственности, падением цен на ценные бумаги ведущих промышленных компаний. Это стало следствием замедления темпов роста мировой экономики в целом, негативными последствиями мирового финансового кризиса 1997 г. и событиями осени 2001 г. в США, банковского кризиса 1998 г. и обвалом фондового рынка в июле 2004 г. В этих условиях операторы российского рынка стремятся действовать на рынке ценных бумаг с теми финансовыми инструментами, которые приносят наибольший доход, наибольшие налоговые преимущества и наименьший инвестиционный риск. Этому, как правило, предшествует тщательный анализ специфики осуществления отдельных операций с ценными бумагами и **скрупулезный** выбор видов ценных бумаг (акций, облигаций, срочных инструментов) для инвестирования.

В настоящее время инвестиционные возможности банков и других участников фондового рынка находятся на относительно невысоком уровне, собственный капитал их недостаточен, характер инвестиций — преимущественно спекуляции, поэтому приход на рынок (или уход с него) действительно серьезного инвестора вызывает значительные изменения котировок российских ценных бумаг.

Вместе с тем у российского рынка ценных бумаг существует значительный потенциал для дальнейшего развития. В основе этого потенциала лежат большое число созданных в процессе приватизации открытых акционерных обществ, значительное число перспективных предприятий, интерес многих предприятий к дополнительным эмиссиям, желание многих региональных и муниципальных органов власти осуществить выпуски своих займов и ряд других. В связи с этим совокупность действующих на рынке операций профес-

сиональных участников рынка ценных бумаг представляет чрезвычайный интерес для исследования.

Операции с ценными бумагами по экономическому содержанию делятся на пассивные и активные. *Пассивные операции* связаны с эмиссией ценных бумаг (акций, облигаций, векселей, сберегательных и депозитных сертификатов) в целях привлечения денежных средств, а *активные* — с размещением средств инвесторов в ценные бумаги, т.е. с приобретением фондовых ценностей на фондовой бирже и на внебиржевом рынке для участия в управлении и получения дивидендов или в целях извлечения спекулятивного дохода.

Цели проводимых операций могут отличаться в зависимости от направлений деятельности участников рынка ценных бумаг и ситуации на рынке. Инвестиционная привлекательность той или иной ценной бумаги, эффективность от ее применения с точки зрения финансовых результатов, внешней среды и способов организации торговли на фондовом рынке неодинаковы.

Под *операцией* (или *сделкой*) с ценными бумагами понимают соглашение, связанное с возникновением, прекращением и изменением имущественных прав, заложенных в ценных бумагах. Наиболее часто происходит покупка и продажа ценных бумаг: осуществляя эмиссионную операцию, эмитент продает свои ценные бумаги их первому держателю, любая инвестиционная операция связана с покупкой инвестором и продажей владельцем фондовых ценностей. В сделке купли-продажи ценных бумаг отражены права и обязанности, которые приобретают участники в процессе ее совершения, включая имущественную ответственность при нарушении условий сделки.

На рынке ценных бумаг сделки между продавцом и покупателем осуществляются напрямую или через посредников.

Посредники могут участвовать как в организации выпуска и первичного размещения ценных бумаг, так и в процессе их обращения на вторичном рынке. Так, в функции финансового брокера как посредника при первичном размещении ценных бумаг входят разработка документации и условий выпуска, предварительная оценка бумаг, осуществление рекламы, сопровождение регистрации выпусков в государственном органе по регулированию рынка ценных бумаг, подбор инвесторов, первичное распространение по поручению, гарантирование приобретения ценных бумаг в объеме полного или частичного их выпуска; создание группы покупки (эмиссионного синдиката); размещение с гарантией выкупа за свой счет нераспроданных ценных бумаг и др. В этом случае в качестве продавца ценных бумаг будет выступать эмитент ценной бумаги, а брокер будет представлять его интересы.

На биржевом рынке, как правило, присутствуют два брокера: один представляет интересы продавца, а другой — интересы поку-

пателя. От имени продавца проводится продажа ценных бумаг по поручению ~~на~~ основе договора комиссии или договора поручения; от имени и за счет средств владельца портфеля осуществляется их покупка. На биржевом и внебиржевом рынках продавец и покупатель могут быть связаны через дилера. Заключение сделок на рынке ценных бумаг независимо от схем проведения операции законодательно оформляет факт ее осуществления.

На фондовом рынке различают операции: эмиссионные, инвестиционные, брокерские, дилерские, депозитарные, по управлению ценными бумагами, по ведению реестра владельцев ценных бумаг, по организации торговли.

21.2. Эмиссионные операции

Эмиссионные операции — это операции, предусматривающие выпуск компанией или банком собственных ценных бумаг и их размещение на рынке. Кроме того, к эмиссионным также относят операции, включающие конструирование эмиссии, планирование и разработку условий первичного размещения ценных бумаг, организационное сопровождение эмиссии и др.

Цель таких операций:

- формирование и увеличение капитала компании или банка;
- привлечение средств для активных операций и инвестиций;
- участие в уставном капитале акционерного общества в целях контроля над собственностью.

Формирование уставного капитала реализуется путем выпуска акций. Цена, по которой акции размещаются среди учредителей, может соответствовать номиналу, а может быть и выше. Когда акции продаются по цене выше номинала, образуется эмиссионный доход, обеспечивающий увеличение уставного капитала.

Увеличение уставного капитала влияет на рост собственных средств и их удельного веса в совокупном капитале, что способствует повышению устойчивости и надежности банка или акционерного общества.

Уставный капитал может и уменьшаться в результате снижения номинальной стоимости акций или аннулирования их части. Подобная эмиссионная практика вполне реальна в силу высокого рейтинга тех или иных акций (в первую очередь банковских) на фондовом рынке, надежности и доходности инвестиций в банковское дело. Кроме того, акционерное общество или банк могут производить операции по движению собственных акций: выкупать их у акционеров, продавать на фондовом рынке, аннулировать. К таким операциям относится получение дивидендов по принадлежащим акционерам акциям.

К эмиссионным ценным бумагам относят облигации, которые обеспечивают дополнительные финансовые ресурсы. Этот вид привлечения средств в настоящее время наиболее приемлем как для эмитента, так и для инвестора. Акционерам он интересен, во-первых, тем, что в случае выпуска облигаций не происходит уменьшения их доли в уставном капитале, а во-вторых, цена привлечения заемного капитала в долгосрочном плане всегда ниже, чем собственного, поскольку проценты по облигациям и кредитам могут включаться в себестоимость продукции, а дивиденды по акциям выплачиваются из чистой прибыли.

Банковские структуры могут выпускать долговые инструменты — депозитные и сберегательные сертификаты, позволяющие привлекать значительные ресурсы.

Векселя (неэмиссионные ценные бумаги) также позволяют увеличить собственные ресурсы.

Эмиссия ценных бумаг позволяет реконструировать собственность, снизить различные риски, секюритизировать задолженность, улучшить финансовое положение акционерного общества или банка и добиться оптимального управления финансовыми потоками. Эти операции осуществляются в основном на первичном рынке ценных бумаг.

Акции и облигации можно рассматривать не только с точки зрения формирования с их помощью уставного капитала или привлечения заемного капитала для пополнения собственных финансовых ресурсов, но и с точки зрения инвестиционной привлекательности и как объект инвестирования на вторичном рынке. Поскольку основная **масса** выпущенных в обращение акций отечественных предприятий неликвидна, организация новых эмиссий для них весьма затруднительна. Кроме того, выпуск новых акций приводит к изменению структуры собственности акционерного общества: доля старых акционеров уменьшается, и они рискуют потерять контроль над предприятием. Если эмиссия акций и проводится, то лишь в пределах **10—15%** уставных капиталов акционерных обществ. Следовательно, новые эмиссии акций как инструмент привлечения финансовых ресурсов в ближайшее время будут играть незначительную роль.

Выпуск облигаций как объекта инвестирования наиболее привлекателен для коммерческих банков. После кризиса 1998 г. банки испытывают **избыточную** ликвидность, и если эмитент будет способен предложить приемлемый уровень риска и доходности, то банковские портфели пополнятся российскими корпоративными облигациями.

При выпуске ценных бумаг, служащих инструментами привлечения средств, надо учитывать такие параметры, как цена размещения и объем размещения (количество размещаемых ценных бумаг

или количество привлекаемых финансовых ресурсов). Здесь необходимо найти такое сочетание этих параметров, чтобы одновременно удовлетворялись два критерия:

- максимальная цена размещения (понимаемая как цена предлагаемого финансового инструмента);
- максимальный объем привлечения.

Чаще всего в качестве отправной точки принимается величина финансовых ресурсов, которые предполагается привлечь. Это обусловлено тем, что объем привлечения зависит как от потребностей эмитента, так и от характеристик рынка, на котором предполагается осуществить привлечение.

Объем эмиссии может быть ограничен. С точки зрения потребностей эмитента объем привлечения должен соответствовать размерам финансирования эффективных инвестиционных проектов, которые могут быть безусловно реализованы эмитентом. Кроме того, объем привлечения должен соответствовать инвестиционному потенциалу тех инвесторов, на которых ориентирован выпуск ценных бумаг, служащих инструментом привлечения финансирования. При этом затраты на организацию выпуска и размещения должны быть минимальными. Они различаются в зависимости от вариантов привлечения финансирования, но имеют некоторый объективный порог снижения, поэтому налагают ограничения на объем привлекаемого финансирования («ограничение **снизу**»). К ограничениям объема эмиссии относятся:

- ограничение снизу (т.е. объем эмиссии не может быть меньше **некоторой** величины, а именно затрат на организацию выпуска и размещения);
- ограничения сверху (объемом инвестиционных проектов эмитента, под реализацию которых привлекаются финансовые ресурсы).

После определения пределов объемов эмиссии наступает очередь установления цены размещения. В качестве ориентира здесь используются цены облигаций той же категории качества и того же срока обращения, которые уже обращаются на рынке.

Определение цены размещения акций более сложно. С одной стороны, есть достаточно четкий ориентир — курс акций данного эмитента на вторичном рынке, однако он совершенно не пригоден, если акции выводятся на другой рынок. Общепризнано, что для успешного размещения цена размещения должна быть немного ниже курса вторичного рынка. Однако это верно только для развитых рынков.

В российских условиях могут складываться совсем иные ситуации. Например, цена размещения может оказаться выше курса ак-

ций на вторичном рынке. Такое происходит в том случае, когда новый выпуск акций предполагается разместить в основном среди нескольких крупных инвесторов, каждый из которых ориентирован на покупку достаточно крупного пакета (либо предполагается только один стратегический инвестор). В этом случае для этих инвесторов может оказаться дешевле купить акции более дорого, но сразу крупным пакетом, чем скупать на вторичном рынке тот же самый пакет, рискуя поднять курс выше той цены, по которой предполагается проводить размещение.

Если не существует специфических условий, способных вызвать ситуацию, когда цена размещения превысит курс на вторичном рынке, общий стандарт — размещение по цене немного ниже курса вторичного рынка — должен действовать. В противном случае эмитент рискует разместить акций меньше, чем предполагает. Кроме того, неудачное размещение зачастую приводит к падению курса на вторичном рынке.

Эмитентами ценных бумаг могут быть как корпоративные клиенты, так и государство. Ценные бумаги государства имеют сравнительно низкий риск, могут продаваться с минимальными доходами и обладают высокой ликвидностью. Эти качества государственных ценных бумаг делают их привлекательными для инвесторов, благодаря чему они занимают около трети объема российского фондового рынка. Оставшаяся часть структуры фондового рынка приходится на корпоративные облигации и акции (соответственно 30 и 40%).

Ценные бумаги, выпускаемые корпоративными инвесторами, могут различаться по своим характеристикам. Если предприятие создано недавно и не занимает определенной рыночной ниши, то его ценные бумаги, обладая высокой доходностью, подвержены наибольшему риску. Инвестиционная привлекательность таких ценных бумаг может быть оценена только при тщательном анализе финансового состояния эмитента и перспектив его инвестиционных проектов. Чем ниже статус эмитента, тем больше прав, гарантий для инвестора должен содержать выпуск ценных бумаг (например, право конверсии в иные ценные бумаги и т.д.).

Если предприятие хорошо зарекомендовало себя на фондовом рынке, имеет реальные возможности инвестирования в экономику и прибыльно, то его ценные бумаги обладают большей предсказуемостью показателей и могут быть более предпочтительными для инвестора. При этом оптимально с учетом оценки финансовой ситуации в стране определять параметры предстоящего выпуска ценных бумаг и те преимущества, которые будет иметь эмитент и его инвестиционная программа. Однако чрезвычайно важны следующие основные требования к эмитенту: осуществление анализа конъюнк-

туры рынка ценных бумаг, ее прогнозирование, оценка макроэкономической и денежной конъюнктуры и ее влияния на фондовый рынок, изучение состояния дел в отраслях и на отдельных предприятиях, тенденции в динамике курсовой стоимости и других показателей по отдельным видам ценных бумаг, анализ изменения правовой, информационной и других сфер, оценка отдельных инвестиционных проектов и определение конечной эффективности отдельных операций с ценными бумагами.

Среди эмитентов корпоративных ценных бумаг ведущее положение принадлежит банкам. Банковское дело в настоящее время является наиболее прибыльным, правила и условия выпуска и обращения ценных бумаг жестко регламентированы Банком России, фондовые инструменты имеют высокий по сравнению с **другими** эмитентами рейтинг надежности.

На российском фондовом рынке эмитенты, как правило, не используют имеющиеся инструменты для привлечения инвестиционных средств через эмиссию акций. Это обусловлено тем, что формирование российского рынка корпоративных ценных бумаг происходило под сильным влиянием результатов ваучерной приватизации. Основное внимание на первых этапах формирования российского фондового рынка уделялось решению вопроса о перераспределении прав собственности на ценные бумаги, закреплению этих прав за новыми владельцами и их юридической защите.

Таким образом, фондовый рынок эмитентов носит **редистрибутивный** характер. Движение акций на этом сегменте рынка обусловлено перераспределением контроля над акционерным обществом. Эмитенты испытывают недостаток инвестиционных средств для модернизации и развития производства. Инвесторы же, имея денежные средства, не вкладывают их в производственный сектор экономики.

21.3. Инвестиционные операции

Инвестиционные операции — это деятельность по вложению (инвестированию) денежных и иных средств в ценные бумаги, рыночная стоимость которых способна расти и приносить доход в форме процентов, дивидендов, прибыли от перепродажи и др. Цели проведения инвестиционных операций:

- расширение и диверсификация доходной базы банка или акционерного общества;
- **повышение** финансовой устойчивости и понижение общего риска за счет расширения видов деятельности;
- обеспечение присутствия банка или акционерного общества на наиболее динамичных рынках (в первую очередь на органи-

зованном фондовом рынке и различных его сегментах), удержание рыночной ниши;

- расширение клиентской и ресурсной базы, видов услуг, оказываемых клиентам, посредством создания дочерних финансовых институтов;
- усиление влияния на клиентов (через контроль их ценных бумаг).

Инвестиционные операции могут различаться по срокам:

- краткосрочные спекуляции и арбитражные сделки (срок может быть ограничен одним днем);
- краткосрочные инвестиции (до одного года, носят преимущественно спекулятивный характер);
- среднесрочные (до 5 лет) и долгосрочные (свыше 5 лет) инвестиции.

По целям вложений инвестиции бывают:

- прямые — осуществляются в целях непосредственного управления объектом инвестиций через контрольный пакет акций или в иной форме контрольного участия;
- портфельные — осуществляются в форме покупки ценных бумаг, принадлежащих различным эмитентам и не обеспечивающих контрольное участие и прямое управление объектом инвестиций. Цель подобных инвестиций (в отличие от прямых) — получение прибылей от роста курсовой стоимости портфеля, от созданных ими стабильных денежных потоков (дивидендов, процентов) при диверсификации рисков (прямые инвестиции, наоборот, связаны с концентрацией рисков на одном или малом числе объектов).

Рассмотрим инвестиционные операции на примере деятельности коммерческого банка. Главная задача инвестиционной деятельности банка состоит в правильном формировании его инвестиционного портфеля.

Инвестиционный портфель представляет собой совокупность активов, сформированных в сознательно определенной пропорции для достижения одной или нескольких инвестиционных целей. Теоретически портфель может состоять из бумаг одного вида, а также менять свою структуру путем замещения одних бумаг другими. Однако каждый отдельный вид ценных бумаг, как правило, не может обеспечить достижение поставленных инвестиционных целей. Основная задача портфельного инвестирования — улучшить условия инвестирования, придав совокупности ценных бумаг инвестиционные характеристики, не достижимые с позиций отдельно взятой ценной бумаги и возможные только при их комбинации.

Перед формированием портфеля ценных бумаг необходимо четко определить инвестиционные цели, а именно: конкретные значе-

ния доходности, риска, периода, формы и размеров вложений в ценные бумаги. Цели, которые преследует инвестор (банк), — основная детерминанта конечного выбора инвестиционных инструментов. Чаще всего коммерческие банки на рынке ценных бумаг преследуют следующие цели:

- гарантия определенных платежей к известному сроку. Например, банк привлек средства через размещение собственных векселей в размере 1 млн долл. под 12% годовых сроком на 1 год и должен так их разместить, чтобы к концу года получить не менее 1120 тыс. долл.;
- получение регулярных текущих выплат и гарантирование платежей к известному сроку. Например, банк привлек в депозит средства вкладчиков в размере 1 млн долл. под 12% годовых с выплатой процентов ежемесячно. Каждый месяц банк должен выплачивать вкладчикам 10 тыс. долл., а через год должен иметь по крайней мере 1 млн долл. на выплату основной суммы долга. Следовательно, ему необходимо создать такой портфель инвестиций, который способствовал бы получению текущих платежей в размере не менее 10 тыс. долл. США в месяц, а к концу срока вкладов гарантировал бы платеж не менее чем 1 млн долл.;
- максимизация дохода к определенному сроку. В этом случае банк не связан определенными обязательствами, например, при инвестировании собственных средств в ценные бумаги.

Если исходить из большинства представленных инвестиционных целей и общей сути банковского дела, то можно сказать, что банк, являясь посредником «депозитного» типа, инвестирует средства, взятые в долг. Но если при определении инвестиционных целей уровень доходности банк устанавливает самостоятельно, то в отношении уровня риска существуют внешние ограничения, определяемые центральными банками или законодательно.

Очевидно, что большинству инвестиционных целей коммерческого банка соответствуют инвестиции в долговые инструменты. Долговые ценные бумаги как вложение в невещественный актив представляют собой средства, данные в долг в обмен на право получения дохода в виде процента, и обязанность заемщика вернуть сумму Долга в указанное время. По сути, покупку долговой ценной бумаги можно охарактеризовать как заключение кредитного договора, но в отличие от последнего ценная бумага обладает рядом преимуществ, одно из которых — ликвидность.

Таким образом, наиболее распространенным объектом инвестирования для коммерческих банков являются долговые ценные бумаги (векселя, облигации). После того как определены инвестиционные

цели и для инвестирования выбраны виды ценных бумаг (акции, облигации, срочные инструменты), важно провести **внутригрупповую** оценку выбранных инструментов с позиции инвестиционных целей будущего портфеля. Результатом процесса оценки должны быть конкретные параметры, соответствующие поставленным целям, а именно доходность, риск и цена каждого отдельного инструмента.

Несмотря на все разнообразие долговых ценных бумаг, с точки зрения методов расчета основных характеристик можно выделить две основные группы: купонные и дисконтные инструменты. Первые подразумевают обязательство эмитента ценной бумаги выплатить помимо основной суммы долга (номинала ценной бумаги) еще и заранее оговоренные проценты, начисляемые на основную сумму долга. Вторые представляют собой обязательство уплатить по окончании срока обращения только заранее оговоренную сумму (номинал). Реализуются на рынке они по цене ниже номинала, т.е. с дисконтом.

На российском рынке ценных бумаг обращаются ценные бумаги как первой, так и второй группы.

По отдельной группе долговых ценных бумаг могут наблюдаться незначительные расхождения в методах расчета тех или иных показателей, связанные с особенностью конкретного инструмента, но основные принципы расчетов неизменны.

21.4. Дилерские операции

Торговля ценными бумагами может быть организована самым различным образом, а встречи продавцов и покупателей для заключения сделок купли-продажи могут происходить на различных торговых площадках. Рыночные курсы ценных бумаг на внебиржевом рынке складываются как результат сопоставления спроса и предложения на них, которые осуществляют операторы рынка — дилеры.

Согласно ст. 4 Закона «О рынке ценных бумаг» *дилерской деятельностью* признается совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и/или продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и/или продажи этих ценных бумаг по объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность, ценам.

Цена покупки (продажи) обязательно указывается дилером, и если иные существенные условия договора **купли-продажи** дилером не названы (количество ценных бумаг или срок для акцепта), он обязан заключить договор на условиях, предложенных контрагентом. Если дилер уклоняется от сделки, к нему может быть предъявлен иск о принудительном заключении договора и возмещении убытков.

Появление дилерских операций связано с развитием в России внебиржевых систем торговли, прежде всего с созданием в 1994 г. Российской торговой системы (РТС). Прообразом РТС является американская биржевая система NASDAQ, большинство правил организации торговли было заимствовано из этой системы. В настоящее время РТС приобрела статус фондовой биржи.

Дилерские операции осуществляются на основе котировок ценных бумаг. Под *котировкой* понимается предложение на покупку или продажу, содержащее наименование ценной бумаги, ее эмитента и существенные условия сделки (количество акций, валюту расчета, сроки исполнения обязательств). Котировки на дилерском рынке могут быть объявлены только дилером — профессиональным участником рынка ценных бумаг. Дилер берет на себя и обязательства по поддержанию минимального количества котировок по каждой котированной им ценной бумаге. Все остальные участники торговой системы — брокеры — при выполнении клиентских заказов должны обращаться к дилерам тех или иных ценных бумаг. На дилерах концентрируется спрос и предложение; они имеют возможность «пересекать» поступившие к ним приказы и получать при этом прибыль (такая операция называется внутренним арбитражем).

Основная роль дилера состоит в готовности назвать двустороннюю котировку рыночным посредникам, чтобы обеспечить ликвидность продуктов, обращающихся на рынке. Теоретически потенциальная прибыль для дилера как оптовика заключается в разнице между двумя ценами (*дилерский спрэд*). На самом деле торговля не так уж проста, как может показаться, так как в одно и то же время может существовать очень много покупателей и лишь несколько продавцов, и наоборот. Тогда возникнет ситуация, когда дилер, выполняя обязательства по своим котировкам на покупку, уменьшает собственную позицию по денежным средствам и соответственно увеличивает позицию по ценным бумагам.

Если же речь идет о продаже, то дилер уменьшает свой дилерский резерв ценных бумаг и увеличивает денежную позицию. Естественно, что такая операция на российском рынке более рискованна, чем операция за счет клиента, но и более доходна.

Дилерская деятельность (по крайней мере так, как она представлена в законодательстве) может быть интерпретирована как инвестиционная. На практике для дилера наименее предпочтительна деятельность за свой счет, особенно когда речь идет о продаже, так как в этом случае нужно либо иметь бумаги, либо осуществлять продажу «без покрытия», чтобы «откупиться» по более низким ценам. Кроме того, дилер может выставять котировки не в целях получения прибыли от спреда, а для поддержания курса ценных бумаг,

входящих в его собственный портфель, что может быть более важно в данный момент, или у дилера может быть специальное соглашение с эмитентом о поддержании ликвидности ценных бумаг последнего.

Рынок ценных бумаг — чуткий барометр экономической и политической ситуации в стране, сильно подверженный различным психологическим факторам. Дилеры стремятся держать ситуацию под контролем во избежание обесценения портфелей компаний и банков. Дилерский рынок, эффективный в момент фондовых подъемов, в условиях рыночных спадов лишь стимулирует кризисные тенденции за счет быстрого сжатия рынка, что в полной мере проявилось начиная с мая 1998 г.

Дилерские операции, с одной стороны, — публичная оферта инвестора — профессионального участника рынка ценных бумаг, с другой — это операции, сильно отличающиеся от инвестиционных. Но в любом случае, какие бы цели ни преследовал профессиональный участник рынка ценных бумаг, выставя публичные котировки, дилерская деятельность может рассматриваться как эффективный механизм реализации и обслуживания инвестиционной политики банка или компании и ее портфеля.

21.5. Брокерские операции

Согласно ст. 3 Закона «О рынке ценных бумаг» под *брокерской деятельностью* понимается совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами в качестве поверенного или комиссионера, действующего на основании договора поручения или комиссии, а также доверенности на совершение таких сделок при отсутствии указаний на полномочия поверенного или комиссионера в договоре.

Брокер — профессиональный посредник на рынке ценных бумаг. В отличие от дилера, совершающего сделки купли-продажи от своего имени и за свой счет, брокер осуществляет эти операции в интересах клиента. Покупка ценных бумаг для собственных целей для него имеет второстепенное значение.

С юридической точки зрения сделка с ценными бумагами имеет свою специфику в зависимости от того, как действует брокер: как поверенный (по договору поручения) или как комиссионер (по договору **комиссии**).

Согласно *договору поручения* одна сторона (поверенный) обязуется совершить от имени и за счет другой стороны (доверителя) определенные юридические действия, прежде всего сделки; поверенный (брокер) имеет право заключать сделки для доверителя (клиента). Стороной этих сделок становится клиент, и именно у него, а не у брокера возникают соответствующие права и обязанности. Расче-

ты по сделке, в которой брокер выступает поверенным, осуществляются его клиентом со счета собственника в реестре или депозитарии (при продаже ценных бумаг) или с расчетного счета в банке (при покупке ценных бумаг).

Для брокера наименее предпочтительна работа поручителя, так как в этом случае вопросы поставки и оплаты он решает не самостоятельно. Хотя согласно ГК РФ поверенный (брокер) не отвечает за исполнение обязательств по заключенной им сделке ни перед своим клиентом за действия третьего лица, ни перед этим лицом за действия своего клиента, на практике брокер вынужден брать на себя дополнительную **ответственность** за надлежащее исполнение сделки (выступая не только поверенным, но и поручителем своего клиента).

Брокер может быть поверенным в системах двойного посредничества. Так, система торговли государственными ценными бумагами предусматривает обязательное заключение сделок только через дилера, с которым клиент — индивидуальный инвестор может связаться не напрямую, а через инвестиционную компанию-брокера, которая будет выступать в качестве поверенного.

По *договору комиссии* одна сторона (комиссионер) обязуется по поручению другой стороны (комитента) за вознаграждение совершить одну или несколько сделок от своего имени, но за счет комитента. Договор комиссии, как и договор поручения, представляет собой юридическое оформление посреднических услуг: одно лицо (брокер) действует за счет и в интересах другого лица (клиента) по его поручению. Однако брокер-комиссионер заключает сделку с третьим лицом от своего имени, следовательно, именно он приобретает права и обязанности по сделке (даже если клиент-комитент и назван в сделке). При этом права собственности на вещи, купленные брокером для его клиента, возникают у клиента; если же клиент дал брокеру поручение продать ценные бумаги, то он остается их собственником до момента продажи, а затем право собственности на них возникает непосредственно у покупателя. Деньги, полученные от продажи ценных бумаг, опять-таки признаются принадлежащими клиенту; брокер может лишь удерживать из них причитающееся ему вознаграждение.

Брокеру-комиссионеру не нужна доверенность: он не выполняет функции представителя своего клиента, а действует от своего имени. Его полномочия определяются договором комиссии, но третьим лицам о них знать необязательно. Договор комиссии всегда предполагается возмездным. Сверх того, дополнительное вознаграждение возникает, если комиссионер отвечает за действия третьих лиц, с которыми он заключил сделку в интересах комитента.

Если брокер-комиссионер заключил сделку на более выгодных условиях, чем предусмотрено договором, то дополнительная выгода

по умолчанию делится поровну с клиентом-комитентом. В договоре может быть предусмотрена и любая другая схема распределения этой выгоды. Когда сделка заключена на худших условиях, чем предусмотрено договором, ситуация сложнее. В случае продажи ценных бумаг по более низкой цене брокер должен возместить клиенту разницу, если не докажет, что у **него** не было возможности продать ценные бумаги по согласованной цене и что своими действиями он предотвратил большие убытки. В случае покупки брокером-комиссионером ценных бумаг по более высокой цене, чем оговаривалось, комитент обязан «в разумный срок» заявить о несогласии принять такую сделку. Если он этого не сделал, сделка будет считаться принятой. Поскольку деньги, вырученные от продажи ценных бумаг, обычно проходят через счет брокера-комиссионера, то он может самостоятельно исчислить и удержать вознаграждение.

Кроме того, договор комиссии может предусматривать обязательство хранить денежные средства, предназначенные для инвестирования в ценные бумаги или полученные в результате продажи ценных бумаг, на забалансовых счетах брокера и право их использования брокером до момента возврата клиенту в соответствии с условиями договора. Часть прибыли, полученной от использования указанных средств и остающейся в распоряжении брокера, в соответствии с договором перечисляются клиенту. При этом брокер не вправе гарантировать или давать обещания клиенту в отношении доходов от инвестирования хранимых им денежных средств.

Особенность российского фондового рынка до осени 1997 г. состояла в фактическом запрете брокерам открывать и вести клиентские денежные счета. В настоящее время брокеры могут обеспечить раздельное хранение собственных денежных средств и средств своих клиентов.

Ведение брокером счетов денежных средств клиента может осуществляться на основании договора:

- комиссии, предусматривающего обязательство брокера хранить денежные средства, предназначенные для инвестирования в ценные бумаги или полученные в результате продажи ценных бумаг;
- доверительного управления (в случае совмещения брокерской деятельности и деятельности по доверительному управлению). Для ведения счетов денежных средств клиентов кредитные организации открывают брокерам отдельные расчетные счета с пометкой «денежные средства клиентов, переданные в доверительное управление». Отдельные расчетные счета открываются в порядке, установленном Центральным банком РФ

для открытия счетов в кредитных организациях. Данная схема учета денежных средств клиента брокером предусмотрена ст. 3 Закона «О рынке ценных бумаг»; она не предполагает открытия и ведения отдельных денежных счетов клиентов. В этом случае клиент несет повышенный риск, связанный с тем, что его имущество не обособлено от имущества брокера.

Помимо учета и хранения денежных средств клиентов брокер-комиссионер должен обеспечить клиентам надлежащий учет их прав на ценные бумаги. Для этих целей он открывает и ведет счета депо клиентов. Если брокер не совмещает брокерскую деятельность с депозитарной, то он прибегает к сотрудничеству со сторонним депозитарием, где открывает своему клиенту счет депо, на котором учитываются все купленные по поручению клиента ценные бумаги или ценные бумаги, переведенные клиентом для дальнейшей продажи. Клиент назначает брокера попечителем своего счета депо. Попечитель счета депо — лицо, которому депонент (клиент) передает право распоряжения ценными бумагами. При наличии попечителя счета клиент (депонент) не имеет права самостоятельно передавать депозитарию поручения в отношении ценных бумаг, которые хранятся и (или) права на которые учитываются в депозитарии, за исключением случаев, предусмотренных депозитарным договором. У счета депо не может быть более одного попечителя. Таким образом, брокер-комиссионер полностью контролирует ценные бумаги своего клиента, не имея при этом права собственности на них.

Как показывает практика, взаимоотношения брокера с клиентом строятся обычно на основании договора о брокерском обслуживании, который является *агентским договором*: одна сторона (*агент*) обязуется за вознаграждение совершать по поручению другой стороны (*принципала*) юридические и иные действия от своего имени, но за счет принципала либо от имени и за счет принципала. Это новый вид договора в российском гражданском законодательстве, позволяющий охватить более широкий круг посреднических действий. Кроме совершения сделок это может быть ведение переговоров, и проведение рекламной кампании, и осуществление маркетинговых исследований, так называемые фактические действия, которые сами по себе еще не создают юридических последствий для принципала.

Однако самостоятельного правового содержания у агентирования немного: к отношениям между агентом и принципалом применяются **ся** либо правила о поручении, либо правила о комиссии в зависимости от того, как действует агент. Сфера действия агентского договора шире, чем у договоров поручения и комиссии. Он всегда имеет долгосрочный характер. Действуя по договору брокерского об-

служивания (агентскому договору), профессиональный участник рынка ценных бумаг:

- следит за рынком и исполняет заявки своих клиентов путем заключения гражданско-правовых сделок с ценными бумагами, выступая при этом в качестве поручителя или комиссионера;
- решает все вопросы с контрагентами по правильному оформлению сделки, предоставлению (доставке) необходимых документов;
- переоформляет права собственности в реестрах и депозитариях, для чего оформляет необходимые документы, открывает счета депо, поддерживает связь с реестрами и депозитариями с помощью курьеров;
- решает вопросы, связанные с получением дивидендов и процентов по ценным бумагам своих клиентов, доводит до сведения своих клиентов информацию, полученную от эмитентов;
- предоставляет документы для бухгалтерского учета, а также ведет учет активов отдельно по каждому клиенту;
- обеспечивает юридическую базу работы;
- осуществляет разнообразные вспомогательные схемы работы (сделки репо, заем, залог и т.д.);
- предоставляет консультации и аналитические обзоры.

Все рассмотренные ранее схемы осуществления брокерами своих функций на фондовом рынке предполагают совершение разовых сделок на неорганизованном рынке ценных бумаг. На практике брокер совершает покупку или продажу для клиента через организованные системы торговли (биржевые и внебиржевые). Брокер находится в постоянном взаимодействии с клиринговыми организациями, расчетными депозитариями, расчетными банками и прочими элементами инфраструктуры рынка ценных бумаг. Главное в этом взаимодействии для брокера — организовать работу так, чтобы свести к минимуму временные и денежные издержки, возникающие при переходе прав собственности на ценные бумаги, и обеспечить своим клиентам оптимально быстрый и удобный доступ к различным биржевым и внебиржевым рынкам ценных бумаг.

Банки, осуществляющие свою деятельность на рынке ценных бумаг в качестве инвестиционной компании, могут объединять эту деятельность с деятельностью финансового брокера при условии, что деятельность банка в качестве финансового брокера **осуществляется** только через биржу. Если банк, будучи финансовым брокером, при осуществлении купли-продажи ценных бумаг по поручению своего клиента будет заинтересован в этой сделке со своим участием, он должен совершить данную операцию через биржу. Право собственного участия означает, что, совершая комиссионную сдел-

ку, банк может купить у клиента ценные бумаги за счет собственных средств или продать клиенту ценные бумаги из собственного портфеля. Осуществляя указанные сделки на бирже, банк их совершает от своего имени и за свой счет. Таким образом, комиссионные операции со своим собственным участием банк может осуществлять только с теми ценными бумагами, которые допущены к **официальной** торговле на фондовых биржах. В этом случае банк может не составлять подробного и исчерпывающего отчета об операции, достаточного данных, подтверждающих, что выплаченная или полученная банком цена соответствует официальному биржевому курсу.

Банки могут совершать транзитные комиссионные сделки — сделки, осуществляемые банками, допущенными к операциям на бирже по поручению других банков и иных кредитных организаций, которые к таким операциям не допущены.

Брокерские компании в России ориентируются сейчас преимущественно на корпоративных клиентов, в том числе иностранных, и на частных инвесторов, требующих от компании готовности к массовому обслуживанию. Доля частных инвесторов в значительной степени зависит не только от доверия населения к рынку ценных бумаг и финансовым институтам, но и от роста реальных доходов и сбережений физических лиц, а также от достаточного, адекватного и доступного потока информации о рынке ценных бумаг и объектах инвестиции всех видов.

Привлечение средств иностранных инвесторов зависит от внутренних и внешних политических факторов, экономических реформ и законов, способных снять отдельные препятствия для иностранных инвестиций.

21.6. Операции по доверительному управлению

Суть *доверительного управления* состоит в том, что некое юридическое или физическое лицо, обладая определенным имуществом, передает его доверительному управляющему на заранее оговоренный срок и обязывает его распоряжаться им в целях получения дохода в пользу выгодоприобретателя. Собственник имущества носит название учредителя управления; выгодоприобретатель — лицо, в интересах которого доверительный управляющий осуществляет управление имуществом; доверительным управляющим выступает банк.

Согласно Закону «О рынке ценных бумаг» (ст. 5) под *деятельностью по управлению ценными бумагами* признается осуществление юридическим лицом или индивидуальным предпринимателем от своего имени за вознаграждение в течение определенного срока доверительного управления переданными ему во владение и **принадле-**

жащими другому лицу в интересах этого лица или указанных этим лицом третьих лиц:

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

Учредитель управления (клиент) определяет порядок управления активами с финансовым посредником в соответствии с условиями предоставления услуги и подписывает договор доверительного управления имуществом. Договор доверительного управления имуществом может предусматривать управление имуществом в интересах учредителя управления или указанного им лица (выгодоприобретателя) без объединения имущества данного учредителя в единый имущественный комплекс с имуществом других лиц (индивидуальный договор доверительного управления) или с объединением имущества данного учредителя в единый имущественный комплекс — **Общий фонд банковского управления (ОБФУ)** — наряду с имуществом других лиц. В ОБФУ передается имущество разных учредителей, объединенных на праве общей долевой собственности. Для регулирования деятельности ОБФУ разрабатываются следующие документы: общие условия создания и доверительного управления имуществом, в которых отражаются права и обязанности учредителей, доверительного управляющего и других участников фонда; описание видов ценных бумаг, принимаемых доверительным управляющим в ОБФУ, с учетом их стоимостных характеристик и видов рисков; размер вознаграждения доверительного управляющего; порядок выплаты доходов выгодоприобретателям и порядок ликвидации ОБФУ; инвестиционная декларация, содержащая информацию о доле каждого вида ценных бумаг, входящих в портфель инвестиций ОБФУ, об отраслевой диверсификации вложений (по видам отраслей эмитентов ценных бумаг). Заключение договора влечет за собой признание согласия учредителя управления со всеми изложенными в инвестиционной декларации положениями, включая согласие на инвестирование принадлежащих ему денежных средств в любые перечисленные в декларации ценные бумаги — объекты инвестирования. Инвестиционная декларация доверительного управляющего отражает:

- цели доверительного управления (достижение наибольшей коммерческой эффективности использования денежных средств учредителя управления);
- перечень подлежащих объектам инвестирования денежных средств учредителя управления, т.е. таких ценных бумаг, при-

обретение которых управляющим в состав имущества учредителя управления является правомерным;

- сведения о структуре активов, поддерживать которую в течение всего срока действия договора обязан доверительный управляющий (соотношение между ценными бумагами различных видов и эмитентов; соотношение между ценными бумагами и денежными средствами данного учредителя управления, находящимися в доверительном **управлении**);
- срок, в течение которого положения данной инвестиционной декларации являются действующими и обязательными для управляющего.

Каждый из участников ОБФУ получает сертификат долевого участия, который фиксирует факт передачи имущества в доверительное управление и размер доли учредителя в составе ОБФУ. На основании подписанного договора учредитель управления (клиент) передает в доверительное управление ценные бумаги, которые хранятся в собственном депозитарии доверительного управляющего или в других депозитариях. Операции по доверительному управлению в банках учитываются на отдельном балансе, составляемом по каждому индивидуальному договору доверительного управления и по каждому ОБФУ.

Кредитная организация должна зарегистрировать ОБФУ в территориальном учреждении Банка России.

В договоре о доверительном управлении, заключаемом между учредителем управления и доверительным управляющим, устанавливаются следующие системы вознаграждения.

1. Финансовый посредник получает вознаграждение определенного размера сразу после перевода активов в управление. Помимо этого, посредник также получает процент от полученного дохода учредителя управления. Данная система недостаточно стимулирует посредника, так как независимо от суммы дохода посредник получает фиксированное вознаграждение в начале действия договора. При такой системе учредитель управления находится в большей зависимости от управляющего. В основном применяется в **промышленно** развитых странах Запада; ставки фиксированного вознаграждения колеблются от 0,5 до 0,75% первоначальной суммы в год.

2. Процент вознаграждения от дохода или прибыли. В договоре учредитель оговаривает с доверительным управляющим ставку процента вознаграждения от дохода или прибыли, если они образуются по окончании периода инвестирования.

При доверительном управлении, основанном на индивидуальном подходе, инвестор становится заинтересованным в услуге доверительного управления только в том случае, если в результате такого Управления получит доходность выше, чем доходность по **альтерна-**

тивному безрисковому вложению. Таким образом, менеджер изначально имеет определенные обязательства перед клиентом по уровню доходности, и этот факт необходимо учитывать на протяжении всего периода управления активами клиента.

Необходимо учитывать, однако, что более высокая доходность сопровождается более высоким риском инвестиций. Если учредитель управления понесет убытки, то репутация фондового посредника пострадает в любом случае: действовал он в соответствии с положениями инвестиционной декларации или отступал от них.

На российском фондовом рынке действуют в основном агрессивные инвесторы, реализующие активную инвестиционную политику, их инвестиции носят краткосрочный, спекулятивный характер.

Крупные российские банки и инвестиционные компании сегодня в основном работают на организованном вторичном рынке акций. Эмитентами наиболее ликвидных акций являются предприятия нефтегазовой отрасли, связи и телекоммуникаций, электроэнергетики.

Сегодня на фондовом рынке наиболее развиты брокерские операции. Наблюдается специализация банков на разных категориях инвесторов (физических или юридических **лицах**).

Развитию доверительных операций на рынке ценных бумаг будет способствовать накопление населением сбережений и восстановление доверия как к самому рынку ценных бумаг, так и к представляющим его институтам.

Современный рынок ценных бумаг

22.1. Структура и информационное обеспечение рынка

Структура российского рынка ценных бумаг, как и в других странах, характеризуется наличием первичного и вторичных рынков, а также рынков по видам фондовых инструментов и сделок. Первичное размещение и вторичный оборот немногочисленных видов ценных бумаг в начальный период развития фондового рынка РФ происходили в основном на фондовых и товарных биржах. Появление *первичного внебиржевого рынка* связано с выпуском в обращение в 1992 г. Государственного приватизационного чека, или ваучера, сущность которого была рассмотрена выше. В середине последнего десятилетия прошлого века оборот первичного внебиржевого рынка состоял преимущественно из акций. Они размещались путем открытой или закрытой подписки, посредством фондовых магазинов, отделений связи и других каналов.

В настоящее время первичное внебиржевое размещение акций и корпоративных облигаций осуществляется либо эмитентом самостоятельно, либо с помощью фирмы-посредника (агента), являющейся профессиональным участником рынка ценных бумаг. Первый способ в российской практике развит значительно шире, чем второй. С одной стороны, это связано со стремлением многих эмитентов экономить средства за счет отказа от услуг посредников. С другой стороны, многие профессиональные посредники еще не имеют ни достаточных финансовых возможностей, ни опыта организации внебиржевого первичного размещения ценных бумаг.

Согласно российскому законодательству первичное внебиржевое размещение фондовых инструментов может осуществляться и посред-

ством образования эмиссионного синдиката (консорциума). Участники синдиката выделяют в своей структуре фирму — менеджера, андеррайтера и торговых агентов. Однако такая практика на российском рынке в настоящее время развита слабо.

Помимо этого, достаточно хорошо организовано и осуществляется *первичное биржевое размещение* ценных бумаг. В основном это относится к государственным облигациям (**ГКО—ОФЗ**, в частности), размещаемым на аукционах при посредничестве Фондовой биржи «Московская межбанковская валютная биржа» (ФБ ММВБ). Организация этого процесса будет рассмотрена ниже.

Вторичный рынок ценных бумаг в России также делится на внебиржевой и биржевой. Главным *вторичным внебиржевым* рынком до недавнего времени было созданное в 1995 г. некоммерческое партнерство Российская торговая система (РТС). Она объединила четыре разрозненных внебиржевых рынка: Москвы, Петербурга, Екатеринбурга и Новосибирска — в единую телекоммуникационную сеть. РТС состоит из **брокерско-дилерских** компаний — членов Национальной ассоциации участников фондового рынка (**НАУФОР**). Помимо РТС, в стране функционировали другие вторичные внебиржевые рынки.

В начале своей деятельности РТС осуществляла котировку ценных бумаг небольшого круга эмитентов: ОАО «Ростелеком», РАО «ЕЭС России», ОАО «Юганскнефтегаз», ОАО «Мосэнерго», ОАО «Коминетфть», ОАО «**Пурнефтегаз**», ОАО «Иркутскэнерго». Затем процедуру листинга РТС прошли и многие другие российские компании.

РТС позволяет проводить автоматизированные торговые операции в реальном режиме времени. В настоящее время РТС имеет статус фондовой биржи (ФБ РТС).

Вторичный биржевой оборот осуществляется на фондовых и, в редких случаях, на других биржах. Сегодня в России насчитывается 10 фондовых бирж, включая ФБ РТС и ФБ ММВБ. Еще в 1995 г. их было более 60. Современным российским законодательством предусмотрена лишь одна организационно-правовая форма фондовой биржи — некоммерческое партнерство, т.е. бесприбыльная организация. В то же время в мировой практике сегодня прослеживается тенденция увеличения числа прибыльных бирж.

Подавляющая часть сделок совершается на трех основных фондовых площадках: на Фондовой бирже РТС, Московской межбанковской валютной бирже, Московской фондовой бирже. Размер годового торгового оборота акций на российских биржах в десятки и сотни раз уступает другим странам. Число совершаемых здесь сделок меньше в сотни и тысячи **раз**¹.

¹ Рубцов **Б.Б.** Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. М.: ФА, 2000.

Особенностью российского рынка ценных бумаг по-прежнему остается существенный объем внебиржевого вторичного оборота акций.

Биржевой оборот облигаций примерно в 10 раз превосходит аналогичный показатель по акциям. Подавляющую часть оборота (99%) занимает государственный **сектор**¹. Корпоративные облигации, как акции, преимущественно перепродаются на внебиржевом рынке.

Московская фондовая биржа (МФБ) сегодня является одной из ведущих в России. Учреждена в марте 1997 г. в качестве некоммерческого партнерства. В 2001 г. насчитывала 367 членов из разных регионов России. МФБ предоставляет следующие виды услуг: проведение аукционов по первичному размещению ценных бумаг; специализированных аукционов, в частности по реализации заложенного имущества; организация и проведение вторичных торгов ценными бумагами и срочными контрактами на ценные бумаги, а также другими активами и объектами, в том числе фьючерсными контрактами на доллары США, фондовый индекс RUX агентства «РТС-Интерфакс». Биржей разрабатывается проект «Рынок двойных складских свидетельств и варрантов на МФБ».

В биржевые котировальные листы первого и второго уровней включены более 60 видов фондовых инструментов, в основном акции ОАО «Газпром», РАО «ЕЭС России», ОАО «Сибнефть», АОТ «Аэрофлот» и других эмитентов, а также облигации Правительства Москвы. Средний ежемесячный объем биржевого оборота составлял в 2001 г. около 4 млрд руб.

С 2000 г. участники биржевых операций могут пользоваться программой «удаленного торгового терминала МФБ» через выделенные телекоммуникационные каналы связи, а также через Интернет. Биржевая компьютерная система обеспечивает большие удобства ее пользователям, в частности: обслуживание счетов депо участников торгов и их клиентов, проведение операций зачисления-списания ценных бумаг и денежных средств в процессе торгов, получение биржевых отчетов и др.

На бирже выполняется программа коллективного партнерства МФБ, направленная на развитие региональных рынков ценных бумаг страны. В 2001 г. к ней присоединились Сибирская, Владивостокская, Екатеринбургская и Казанская фондовые биржи. Рассматривается возможность присоединения к ней Иркутской, Петербургской и Нижегородской фондовых бирж.

Срочные рынки (рынки деривативов) появились в России практически одновременно (с 1990 г.) с появлением рынков реальных Ценных бумаг. Первыми были рынки валютных фьючерсов. Затем

¹ **Рынок** ценных бумаг. 2000. № 19.

начали использовать фьючерсы на ГКО, на акции и на фондовые индексы. Главными центрами торговли срочными инструментами до 1998 г. являлись Московская центральная фондовая биржа (МЦФБ), ММВБ и Российская биржа (РБ). В результате кризиса основной сегмент этого рынка — фьючерсы на ГКО прекратил существование, а РБ потерпела банкротство.

Маржинальная торговля стала новым (посткризисным) явлением на российском рынке ценных бумаг. В основном она сосредоточена на фондовой секции ММВБ. Объемы таких операций на других фондовых площадках сегодня существенно меньше ввиду сравнительно более низкой ликвидности.

Маржинальная торговля ориентирована на привлечение среднего и мелкого клиента, включая физических лиц. Ее сущность заключается в открытии брокерской, инвестиционной или иной компанией маржинального счета для клиента, посредством которого он может покупать и продавать ценные бумаги, используя заемные ресурсы (денежные средства и ценные бумаги), предоставляемые ему компанией. Активы маржинального счета служат обеспечением заимствований клиента. Практикуются два основных вида операций:

- покупка бумаг с использованием маржи, когда клиент оплачивает часть суммы сделки, а другая часть предоставляется брокерской компанией в займы;
- «короткая» продажа, или продажа «без покрытия», когда клиент берет займы для продажи ценные бумаги у брокерской компании. Заем погашается через установленное время такими же бумагами, приобретаемыми в результате другой сделки.

Развитие маржинальных сделок повышает активность и ликвидность всей биржевой торговли, однако вопросы правового обеспечения этой деятельности в России еще недостаточно урегулированы.

Фондовые индексы. Разнообразие фондовых индексов, рассчитываемых и публикуемых, весьма велико. Первыми из них стали: индекс инвестиционного банка CS First Boston (ROS Index) и индекс агентства «Скейт Пресс» (АСП). Затем появились индексы агентства «Акции, консультации и маркетинг» (AK&M), консалтинговой компании «Соболев» (SOBI), Российской торговой системы (РТС), издательства «The Moscow Times» (MTMS), агентства «Интерфакс» (ИФ), еженедельника «Коммерсант» («Ч» и «Б»), агентства «РосБизнесКонсалтинг» (RBC Composite Index), индексного фонда ОАО «Базовый индекс капитала» (Real Index RosCapital) и др. В настоящее время рассчитывается и публикуется индекс ФБ ММВБ.

Семейство индексов AK&M рассчитывается с 1993 г. и включает сводный индекс AK&M (акции банков, промышленных предприятий, предприятий транспорта, связи и **торговли**), индекс акций 10 крупнейших банков, индекс акций промышленных предприятий, индекс

акций второго эшелона, а также одиннадцать отраслевых индексов и индекс **АДР**.

Расчет индексов AK&M проводится по единой методике, основой которой является определение относительного (к базовому значению) изменения суммарной капитализации по ценным бумагам широкого круга эмитентов, прошедшим листинг. Поэтому состав бумаг, участвующих в расчете индексов, может включать наряду с высоко ликвидными также акции с относительно низкой ликвидностью. Расчет капитализации осуществляется на основе котировальных цен. Индекс АДР учитывает только ценные бумаги, обращающиеся на зарубежных фондовых рынках.

Индекс SOBI (Sobolev Index) рассчитывался в рублевом и долларовом выражении. В расчете использовались данные по 20 российским эмитентам, чьи акции пользовались наибольшим спросом.

Семейство индексов РТС включает индексы **RTSI**, **RTST**, а также индекс **RUX**, рассчитываемый агентством «РТС-Интерфакс». Индексы РТС рассчитываются как отношение суммарной рыночной капитализации включенных в расчет акций к суммарной рыночной капитализации этих же акций на базовую дату, умноженное на значение индекса на базовую дату. Размер рыночной капитализации определяется на основе цен и количества выпущенных эмитентами акций.

Индекс **RTSI** сегодня является официальным индексом Фондовой биржи РТС. Его базовое значение 100 на 1 сентября 1995 г. Технический индекс **RTST** рассчитывается каждую минуту в течение торговой сессии (с 10 до 18 часов). Его базовое значение 396,858 на 31 декабря 1997 г.

Индекс **RUX**, ранее называемый «Сводным индексом РТС-Интерфакс», рассчитывается в рублевом и долларовом выражении одноименным агентством. Методология расчета индекса основывается на использовании ценовой информации по всем подтвержденным сделкам на Фондовой бирже РТС и сделкам с акциями ОАО «Газпром», заключенным на Московской фондовой бирже (МФБ). Базовое значение индекса 100 на 5 января 1998 г.

С 1 сентября 1997 г. агентство «РосБизнесКонсалтинг» начало расчет и публикацию индекса **RBC Composite Index**. Его базовое значение было принято за 100. В настоящее время индекс рассчитывается как среднегеометрическая взвешенная котировка акций 14 ведущих российских компаний по трем фондовым площадкам: ММВБ, ФБ РТС, МФБ.

Индексный фонд ОАО «Базовый индекс капитала» (Basic Index Capital, Corp.) с августа 2000 г. начал регулярный расчет индекса **Real Index RosCapital**. Индекс именуется реальным, поскольку в его расчет включены все фондовые ценности, обращающиеся на орга-

низованных российских рынках, отвечающие установленной минимальной ликвидности. Круг этих ценностей включает государственные и частные долговые обязательства, а также привилегированные и обыкновенные акции. Критерием включения в расчет служит качество конкретных видов ценных бумаг, а не показатели эмитента в целом. Кроме того, особенностью индекса является его производный характер от стоимости акций ОАО «Базовый индекс капитала».

Помимо индексов национального уровня существуют индексы акций региональных рынков. Примером может служить Фондовый индекс Петербурга (ФИП), рассчитываемый по акциям 30 крупнейших промышленных компаний региона. Ожидается появление новых индексов акций, в том числе региональных.

Проводится также расчет и публикация специальных индексов по государственным и региональным облигациям. Например, Солидекс позволял оценивать эффективность инвестиций в ГКО. Другие индексы отражают изменение котировок ОФЗ и прочих облигаций. Потребность в них меньше, чем в индексах акций, поскольку цены облигаций сильно **коррелированы** с изменениями рыночных процентных ставок.

В Российской Федерации рассчитывается и публикуется еще ряд фондовых индексов. В табл. 22.1 представлены крупнейшие по рыночной капитализации виды ценных бумаг российских эмитентов, включенных в расчет главных фондовых индексов страны.

Таблица 22.1. Виды ценных бумаг, включенных в расчет российских фондовых индексов в 2001 г.

Эмитент	Вид бумаг	Рейтинговые институты			
		AK&M	РТС-Интерфакс	RBC	РосКапитал
ОАО «Газпром»	АО	+	+	+	+
ОАО «НК ЛУКОЙЛ»	АО	+	+	+	+
ОАО «Мосэнерго»	АО	+	+	+	+
ОАО «Норильский никель»	АО	+	+	+	+
ОФЗ 25023	ГО	+	—	—	+
РАО «ЕЭС России»	АО	+	+	+	+
ОАО «Сибирская нефтяная компания»	АО	+	+	—	+
ОАО «Сургутнефтегаз»	АО	+	+	+	+
ОАО «Татнефть»	АО	+	+	+	+
ОАО НК «ЮКОС»	АО	+	—	—	+

Примечание. АО — акция обыкновенная, ГО — государственная облигация.

Источник: Рынок ценных бумаг, 2001. № 8.

При обилии фондовых индексов, публикуемых сегодня в России, можно заметить, что многие из них отражают конъюнктуру одних и тех же сегментов рынка, используются похожие методики расчетов. Очевидно, что из ряда индексов, корреляция между которыми незначительна, реально нужен лишь один.

Кроме того, мало интересны индексы, рассчитываемые по кругу ценных бумаг с близкой между собой корреляцией (надежность эмитента, сроки погашения и др.). Достаточно анализа одного из таких инструментов, поскольку поведение остальных будет адекватным.

Можно утверждать, что общее число существующих сегодня фондовых индексов превышает потребность информационного рынка страны. При этом пока отсутствует индекс, который завоевал бы всеобщее признание, как, например, индекс Dow Jones.

Таким образом, структура современного российского рынка ценных бумаг формально содержит практически все элементы, характерные для высокоразвитых фондовых рынков. Однако степень развития этих элементов далеко несопоставима с ними, несмотря на то, что организационно-техническое и информационное обеспечение рынка ценных бумаг в России достаточно прогрессивны.

22.2. Организация фондовой торговли

Одним из ярких примеров организации фондовой торговли может служить рынок **ГКО—ОФЗ**, как в период своего устойчивого развития (1993—1997), так и в настоящее время, поскольку он наиболее упорядочен во всех отношениях по сравнению с другими.

Строгая регламентация рынка ГКО выражалась в обязанности всех его участников соблюдать достаточно жесткие процедуры совершения сделок и учета проводимых операций. Привлечение ряда негосударственных организаций в качестве официальных дилеров было новшеством в торговле государственными ценными бумагами в стране. Эти организации прежде всего должны были на профессиональном уровне обеспечить большой оборот торговли, расчеты и учет держателей облигаций.

Однако основная организационная роль на рынке ГКО все же принадлежала Банку России — агенту Правительства, поскольку на него было возложено обслуживание выпусков облигаций, а также выполнение функций дилера и контролирующего органа. К его компетенции относились организация и проведение аукционов по размещению облигаций, погашение их выпусков, а также регулирование торговли на вторичном рынке.

Таким образом, одной из главных отличительных черт организации рынка государственных облигаций стало развитие взаимодейст-

вия административных и рыночных структур в целях его совершенствования и укрепления. Организационная структура рынка ГКО представлена на рис. 22.1.

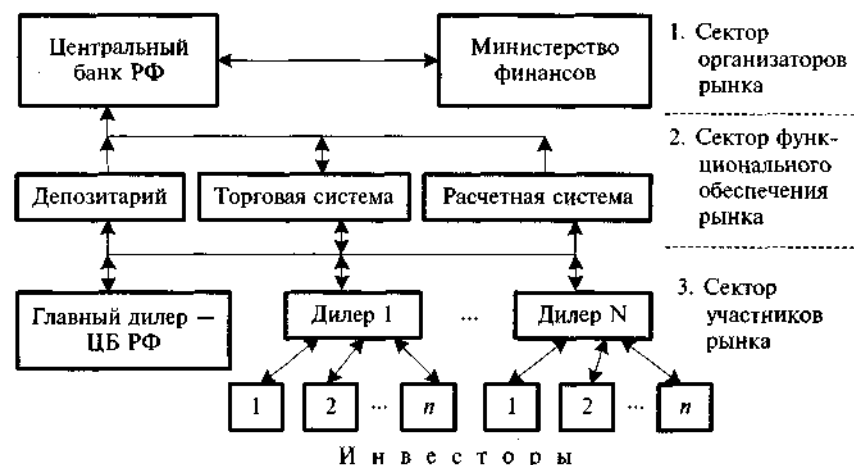


Рис. 22.1. Организационная структура рынка ГКО

В организационной структуре можно выделить три уровня взаимодействия. Сектор организаторов рынка включает Министерство финансов и Центральный банк РФ, которые, представляя административные структуры, устанавливают предмет и порядок взаимодействия, а также состав участников рынка. Сектор функционального обеспечения состоит из организаций, заключающих сделки, осуществляющих расчеты по ним и выполняющих ряд других функций. Сектор участников рынка включает как юридических, так и физических лиц, которые выступают в роли посредников или владельцев облигаций. Функции, выполняемые на каждом уровне взаимодействия, были четко разграничены, что создавало одну из важнейших предпосылок успешного развития рынка.

Сектор организаторов рынка, устанавливая общие правила игры и состав участников, реализовывал свою стратегическую функцию централизованного заимствования государством временно свободных денежных ресурсов у участников рынка и управления денежно-кредитной сферой.

Поскольку выпуски ГКО осуществлялись в виде записей по счетам их владельцев (счета **депо**), весь объем каждого выпуска оформлялся одним общим сертификатом, хранившимся в Центральном банке и погашавшимся одновременно с данным выпуском облигаций.

Для обеспечения учета облигаций и их владельцев использовался механизм двухуровневой депозитарной системы, включавшей центральный депозитарий и сеть субдепозитариев.

Центральный депозитарий открывал счета только зарегистрированным дилерам, причем учет облигаций, принадлежащих самому дилеру и его клиентам, осуществлялся раздельно. Для этой цели использовались два типа счетов — дилерский и клиентский — отдельно по каждому выпуску облигаций. Такой порядок не позволял дилерам злоупотреблять облигациями своих клиентов.

Каждый дилер вел реестр регистрационных кодов и внутренние лицевые счета облигаций (счета **депо**), приобретаемых по поручению клиентов. Эта обязанность реализовывалась с помощью субдепозитариев. Их ведение также относилось к числу обязательных функций дилеров. Двухуровневая депозитарная система позволяла постоянно контролировать состав владельцев облигаций и защищать интересы инвесторов. Кроме того, каждый дилер в центральном депозитарии открывал специальные торговые счета, на которых ежедневно отражались операции по продаже облигаций.

Осуществление функции денежных расчетов по операциям с облигациями на рынке было закреплено за специально назначенной для этого организацией — расчетной системой. Все зарегистрированные дилеры были обязаны открывать в ней счета, посредством которых осуществлялись платежи по сделкам. Зачисление и списание средств по этим счетам происходило через счет, открываемый расчетной системой в РКЦ.

Расчеты по сделкам с облигациями между дилерами осуществлялись в течение одного дня, а между дилерами и другими организациями — в обычном порядке. В расчетной системе выделялись также специальные торговые субсчета для ежедневного отражения операций по приобретению облигаций дилерами. Указанные функции выполнялись в рамках торговой системы на основании договора с Центральным банком.

Торговая система представляет собой организацию, осуществляющую техническое обеспечение и поддерживающую регламент совершения сделок с облигациями. Облигации могли переходить от одного владельца к другому только в результате операций купли-продажи, зарегистрированных этой системой. Торговая система функционировала на основании договора с Центральным банком и двусторонних договоров с дилерами.

В целом сектор функционального обеспечения не имел права быть посредником, продавцом или покупателем на рынке облигаций. Функции депозитария, торговой и расчетной систем совмещала уполномоченная на это Центральным банком Московская межбанковская валютная биржа.

Участники рынка облигаций могли быть либо инвесторами, либо дилерами. Дилером могло быть любое инвестиционное учреждение (институциональный профессиональный участник рынка), заключившее договор с Центральным банком, в частности банки, брокерские компании и т.д. Договор заключался лишь с организацией, успешно прошедшей процедуру проверки со стороны организаторов и контролирующих органов рынка — Министерства финансов, Центрального банка и налоговых органов.

Для участия в аукционах по размещению облигаций дилеры подавали заявки на их приобретение в размере не менее 1% объявленного номинального объема выпуска. Кроме того, за время действия договора с Центральным банком дилер был обязан приобрести не менее 1% общего количества реализованных на прошедших аукционах облигаций¹.

Дилеры выполняли три основные функции. Во-первых, они должны были осуществлять посредничество при заключении сделок и поэтому должны были быть членами торговой системы. Такое посредничество было единственным путем совершения операций на рынке для инвесторов. Во-вторых, дилеры осуществляли учет владельцев облигаций, для чего каждый из них был обязан стать членом депозитарной системы, открыв при своей организации субдепозитарий. В-третьих, в обязанности дилеров входило обеспечение своевременных и точных расчетов со своими клиентами, поэтому они должны были стать также участниками расчетной системы.

Инвесторами могли быть как физические, так и юридические лица. Для совершения сделок с облигациями инвестору было необходимо заключить договор с одним из дилеров. Желая купить или продать облигации, инвестор поручал эту процедуру своему дилеру. Следовательно, инвестор не имел права самостоятельного ведения операций на рынке ценных бумаг. Это ограничение несколько усложняло процесс реализации сделок, однако позволяло сосредоточивать спрос и предложение в одном месте, регулировать цены рыночными методами и таким образом обеспечивать высокую ликвидность рынка облигаций.

В договоре, заключаемом между дилером и инвестором, определялся порядок исполнения поручений инвестора, устанавливалась система оплаты услуг, отражались другие вопросы. Инвестору в договоре присваивался персональный код, под которым он значился во всех каналах информации рынка облигаций. Инвестор был вправе иметь отношения одновременно с несколькими дилерами. Приобретение облигаций осуществлялось как на аукционе во время раз-

¹ Литвиненко Л.Т., Нишатов Н.П., Удалищев Д.П. Указ. соч.

мещения очередного нового выпуска, так и на вторичном рынке. Продажа облигаций — только на вторичном рынке.

Первичное размещение ГКО происходило на аукционах, проводимых Центральным банком по поручению Министерства финансов. Сообщение об очередном аукционе объявлялось Центральным банком не позднее чем за семь дней до его проведения. Объявление содержало дату аукциона, объем выпуска, номинальную стоимость облигаций, лимиты их приобретения каждым дилером по неконкурентным заявкам (в процентах объема заявки), максимальную долю облигаций, разрешенную для приобретения нерезидентами (в процентах объема выпуска). Режим проведения аукционов, как и вторичных торгов, устанавливался «Временным регламентом совершения операций с ГКО в торговом зале ММВБ».

Выпуск облигаций происходил последовательно, как правило, через каждые 10–15 дней, одновременно с очередным погашением, что позволяло участникам рынка направлять средства от погашения предыдущего выпуска на приобретение облигаций нового выпуска. Такой порядок давал возможность избегать встречных потоков платежей и резких колебаний объема денег, обращающихся на рынке. При погашении в день аукциона одного из предыдущих выпусков проводилось автоматическое списание всех погашенных облигаций со счетов дилеров из депозитария в торговую систему, где главным дилером — Центральным банком осуществлялся их выкуп.

После этого исходя из размеров средств, полученных в результате погашения, а также зарезервированных дилерами в расчетной системе для аукциона, осуществлялась подача заявок на приобретение облигаций нового выпуска. Посредством заявок дилеры формулировали свои ценовые ожидания, т.е. ожидаемую доходность облигаций по сравнению с другими направлениями инвестирования средств. Эмитент, т.е. Министерство финансов, также решал эту проблему, поскольку совпадение ожиданий обеих сторон позволяло успешно реализовать весь объем очередного выпуска облигаций.

В день проведения аукциона обычно подавались две заявки: одна — свободная на приобретение облигаций для всех клиентов дилера и другая — от имени дилера и за его счет. Заявка могла содержать неограниченное число конкурентных предложений и одно неконкурентное. В конкурентных предложениях указывались число облигаций и цена, по которой покупатели были готовы их приобретать. Цена выражалась в процентах номинала облигации с точностью до сотых долей. В неконкурентном предложении указывалось число облигаций, которое были готовы приобрести инвесторы на аукционе по средневзвешенной цене.

Центральный банк мог устанавливать лимиты числа облигаций, указанных в неконкурентных заявках. Зарезервированные дилерами

в торговой системе средства должны были быть достаточными для полной оплаты облигаций по обоим видам заявок и уплаты налога на операции с ценными бумагами, а также комиссионного вознаграждения торговой системе.

Каждый дилер, подавая заявки в торговую систему, был обязан соблюдать следующую их приоритетность:

- неконкурентные предложения инвесторов;
- конкурентные предложения инвесторов в порядке убывания цены;
- неконкурентное предложение дилера;
- конкурентное предложение дилера в порядке убывания цены.

Если зарезервированных дилером средств оказывалось недостаточно, часть его предложений торговой системой не принималась.

После окончания сбора заявок торговая система составляла общую их ведомость, которая представлялась в Министерство финансов, которое, руководствуясь целями бюджета и денежной политики, а также исходя из объявленного объема эмиссии, определяло минимальную цену продажи облигаций — так называемую цену отсечения, ниже которой заявки не удовлетворялись, и средневзвешенную цену аукциона. Цена отсечения отражала степень совпадения ценовых ожиданий сторон. После этого Центральному банку выдавалось поручение на удовлетворение заявок.

Центральный банк как главный дилер вводил в торговую систему заявку на продажу всего объема выпуска облигаций по цене отсечения, что влекло за собой заключение сделок по предложениям всех дилеров, превышающим эту цену. Через расчетную систему осуществлялись платежи по итогам дня, и аукцион заканчивался. Торговая система в этот же день выдавала каждому дилеру выписки из реестра сделок.

Дальнейшая купля-продажа выпущенных в обращение облигаций происходила на вторичном рынке посредством торговой системы, функции которой выполняла ММВБ. Каждый дилер в торговом зале биржи имел автоматизированное рабочее место, с помощью которого осуществлялась подача заявок на покупку и продажу облигаций, а также другие операции, определенные регламентом вторичного обращения. Такой регламент устанавливал, кроме того, равноправное положение всех дилеров.

Заявки, подаваемые дилерами, воспринимались торговой системой как предложение купить или продать определенное число облигаций по установленной цене и могли быть сняты по команде дилера в любое время. Поступившие заявки сопоставлялись с данными, полученными из депозитария и расчетной системы, о числе облигаций и суммах средств, зарезервированных дилерами для со-

вершения сделок. В случае покупки облигаций размер денежных средств, зарезервированных для этой цели дилером на торговом субсчете, уменьшался на соответствующую покупке сумму. При продаже облигаций их число на торговом субсчете дилера уменьшалось. Если для удовлетворения заявки не хватало зарезервированных денежных средств или облигаций, она к исполнению не принималась.

Заявки удовлетворялись в случае совпадения ценовых условий встречных предложений. При выборе сторон сделки учитывалось время подачи заявки, а ее объем во внимание не принимался, поскольку торговая система в случае необходимости имела право дробить поступившие заявки. Заключение сделки автоматически фиксировалось без дополнительного подтверждения согласия сторонами. В завершение торгового дня подсчитывались взаимные обязательства дилеров по денежным средствам и облигациям, т.е. осуществлялся клиринг. Затем формировались итоговые поручения депозитарию и расчетной системе на зачисления или списания по счетам дилеров.

Погашение облигаций осуществлялось Центральным банком по их номинальной стоимости в установленные дни и время. На основании доверенностей дилеров Центральный банк переводил со счетов депо на торговые субсчета в депозитарии все облигации, подлежащие погашению, и выставлял от имени дилеров в торговой системе заявки на их продажу по номинальной стоимости. Затем от своего имени Центральный банк выставлял заявку на приобретение всего объема погашаемых по номинальной стоимости облигаций. В это время торговая система функционировала в режиме вторичных торгов.

Средства, полученные от погашения облигаций, переводились на **торговые** субсчета дилеров в расчетной системе и могли быть использованы в этот же или другой день для приобретения на аукционе очередного выпуска облигаций. Неиспользованные средства переводились по реквизитам в соответствии с письменными распоряжениями инвесторов.

Организация рынка государственных краткосрочных облигаций, сложившаяся с учетом мирового опыта, — вполне современная система фондовой торговли в стране. Она успешно функционировала вплоть до начала кризиса российского рынка ценных бумаг и сегодня продолжает выполнять свои функции.

22.3. Порядок эмиссии ценных бумаг в РФ

В России порядок эмиссии ценных бумаг устанавливается и регулируется федеральными законами «О рынке ценных бумаг» и «Об акционерных обществах», а также актами ФСФР, в частности «Стандартами эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг» от 16 марта 2005 г. № 05-4/пз-н. Стандарты регулируют эмис-

сию акций, опционов эмитента и облигаций юридических лиц, а также порядок регистрации проспектов этих ценных бумаг. Их действие не распространяется на эмиссию государственных и муниципальных бумаг, а также облигаций Банка России. Стандарты выделяют следующие этапы эмиссии ценных бумаг:

- 1) принятие эмитентом решения, являющегося основанием для размещения бумаг;
- 2) утверждение эмитентом решения о размещении бумаг;
- 3) государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) бумаг;
- 4) размещение бумаг;
- 5) государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) бумаг.

Бумаги, выпуск которых не прошел государственную регистрацию, не могут быть размещены, за исключением случаев размещения акций при учреждении акционерного общества или размещения бумаг при реорганизации юридических лиц в форме слияния, разделения, выделения и преобразования, при которых размещение бумаг осуществляется до государственной регистрации их выпуска, а государственная регистрация отчета об итогах выпуска бумаг осуществляется одновременно с государственной регистрацией выпуска бумаг.

В случаях, предусмотренных Федеральным законом «О рынке ценных бумаг», государственная регистрация выпуска бумаг сопровождается регистрацией проспекта эмиссии бумаг. Если государственная регистрация выпуска бумаг сопровождается регистрацией проспекта эмиссии бумаг, каждый этап процедуры эмиссии бумаг сопровождается раскрытием информации в порядке, установленном нормативными правовыми актами ФСФР.

Порядок принятия решения эмитентом о размещении бумаг, а также его содержание должны отвечать требованиям федеральных законов и стандартов. Стандартами устанавливаются порядок и особенности эмиссий бумаг, имеющих различные целевые назначения и технологии размещения:

- акций, размещаемых при учреждении акционерного общества;
- дополнительных акций АО, размещаемых путем распределения среди акционеров;
- акций, размещаемых путем конвертации при изменении номинальной стоимости, при изменении прав, при консолидации и дроблении;
- ценных бумаг (акций, облигаций и опционов), размещаемых путем подписки;

- ценных бумаг, размещаемых путем конвертации в них конвертируемых ценных бумаг;
- ценных бумаг при реорганизации юридических лиц в форме присоединения, разделения, выделения и преобразования.

22.4. Профессиональная деятельность на российском рынке ценных бумаг

Профессиональный участник рынка — организация или физическое лицо, деятельность которого непосредственно связана с функционированием фондового рынка. Для отнесения лица к категории профессионального участника оно должно обладать лицензией ФСФР.

Большинство профессиональных участников рынка ценных бумаг являются коммерческими организациями. Однако некоторые из них создаются как некоммерческие партнерства для выполнения вспомогательных функций по отношению к другим участникам (фондовые биржи, например). В Законе «О рынке ценных бумаг» предусмотрены семь видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

1. **Брокерская деятельность.** Совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами в качестве поверенного или комиссионера, действующего на основании договора комиссии или договора поручения, а также доверенности на совершение таких сделок при отсутствии указаний на полномочия поверенного или комиссионера в договоре. Брокером может быть как физическое, так и юридическое лицо.

Основные обязанности брокера:

- информирование клиентов о ходе и итогах осуществления их поручений;
- предоставление информации о степени риска по конкретным сделкам;
- совершение в первоочередном порядке сделок клиентов, а не собственных дилерских операций;
- обеспечение надлежащего хранения и учета ценных бумаг клиентов;
- разработка и соблюдение правил ведения учетных регистров.

2. **Дилерская деятельность.** Совершение сделок купли-продажи Ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен их покупки и (или) продажи с обязательством покупки и (или) продажи по объявленным ценам. Лицензию дилера **может** получить только организация (юридическое лицо), занимающаяся коммерческой деятельностью.

3. *Доверительное управление ценными бумагами.* Осуществление индивидуальным предпринимателем или юридическим лицом от своего имени и за вознаграждение доверительного управления переданными ему во владение, но принадлежащими другому лицу ценными бумагами и денежными средствами в интересах этого лица либо третьих лиц, выбранных этим лицом (**бенефициаров**).

4. *Депозитарная деятельность.* Деятельность по учету прав на ценные бумаги и их перехода, а также по хранению сертификатов ценных бумаг. Депозитарии (юридические лица) осуществляют свою деятельность на основании лицензии и входят в качестве отдельного института в учетную систему рынка ценных бумаг. Современный рынок с огромным числом сделок не может существовать без таких институтов. Выделяют **кастодиальный** депозитарий, обслуживающий частных инвесторов, не осуществляющих брокерскую и дилерскую деятельность, не обслуживающий торговые системы, и **расчетный депозитарий**, обслуживающий организованные рынки. Кроме того, выделяют два уровня депозитариев: верхний — включает регистрирующие депозитарии (регистраторы), обслуживающие эмитентов; нижний — обслуживающие владельцев ценных бумаг.

5. *Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг.* Ее возникновение связано с широким развитием безбумажной (электронной) технологии эмиссии фондовых инструментов. Обеспечивается регистраторами, осуществляющими сбор, фиксацию, обработку, хранение и предоставление информации, составляющей систему ведения реестра. Регистратором может быть сам эмитент либо профессиональный участник рынка, уполномоченный эмитентом.

6. *Клиринговая деятельность.* Определение взаимных обязательств (сбор, сверка, корректировка информации по сделкам с ценными бумагами и подготовка бухгалтерских документов по ним) и их зачет по поставкам ценных бумаг, а также расчеты по ним. Осуществляется организациями на основании лицензии ФСФР и договоров с участниками рынка. Клиринговой организации запрещено заниматься иной профессиональной деятельностью на рынке, за исключением организации торговли и депозитарной деятельности.

7. *Деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг.* Торговля ценными бумагами осуществляется через специализированные институты, к которым относятся организаторы торговли и фондовые биржи. Их функции состоят в предоставлении участникам рынка возможности выставить в установленном порядке котировки, совершать сделки в соответствии с утвержденными правилами, проводить централизованные расчеты. Участники рынка при этом получают определенные преимущества, например хеджирование (страхование) своих рисков, возможность получения кредитов под сделки и др.

В соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг» это деятельность по предоставлению услуг, непосредственно способствующих заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами между участниками рынка. Понятие «фондовая биржа» входит в понятие «организатор торговли».

В торгах могут принимать участие юридические лица, имеющие лицензию брокера и (или) дилера и обладающие правом объявлять заявки и совершать сделки с ценными бумагами. Выделяют два вида особых участников торгов, принимающих на себя дополнительные обязательства: **маркет-мейкеры**, обязанные поддерживать ликвидность рынка ценных бумаг, и **специалисты**, обязанные аналогичным образом поддерживать ликвидность ценных бумаг эмитентов. От имени участника торгов объявляет заявки и совершает сделки **трейдер** — физическое лицо, являющееся штатным работником биржи и имеющее квалификационный аттестат ФСФР.

Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг осуществляется только при наличии лицензий ФСФР. Существуют три вида лицензий: профессионального участника рынка, регистратора, фондовой биржи.

Нормативные документы ФСФР устанавливают общие требования к профессиональным участникам рынка, а также минимальные требования по размеру их собственного капитала, выраженные в минимальных размерах оплаты труда (**МРОТ**): брокер — 5000; дилер — 8000; организатор торгов — 200 000; депозитарий — 75 000; клиринговая организация — 100 000. При совмещении деятельности собственный капитал не должен быть меньше наибольшего по совмещаемым видам.

22.5. Брокерские компании фондового рынка России

Основы организации. Рынок ценных бумаг, будучи перераспределительным механизмом, позволяет вовлечь в финансовый оборот средства государственных, предпринимательских структур и населения. Доступ организаций и физических лиц на российский фондовый рынок в основном осуществляется не напрямую, а опосредованно, через его профессиональных участников. Профессиональные Участники рынка ценных бумаг — дилеры и доверительные управляющие (трастовых) компаний — осуществляют свою деятельность на основании лицензий.

В ретроспективе первым появилось брокерское дело. Слово **broker** с английского языка переводится как посредник, и хотя различ-

ные формы посреднических операций существовали и до появления биржевой торговли, впервые термин «брокер» стал употребляться на Лондонской товарной бирже, образованной в 1566 г., потому брокерство прежде всего связывается с биржевой деятельностью и в цепочке взаимоотношений эмитента и инвестора играет **ведущую** роль.

Брокерская компания фондового рынка — это профессиональная посредническая организация, обеспечивающая партнерство между контрагентами биржевого или внебиржевого рынка, стремящимися купить или продать ценные бумаги.

Брокерские компании совершают биржевые и внебиржевые **сделки** с ценными бумагами от имени клиента и за его счет или от имени брокера, но за счет клиента (в том числе эмитента при размещении эмиссионных ценных бумаг) на основании заключенных с клиентом возмездных договоров.

Выделяются следующие основные функции брокерских компаний:

- биржевое посредничество по поручению заказчика при заключении сделок на куплю-продажу ценных бумаг на фондовых и товарно-фондовых биржах;
- внебиржевое посредничество, т.е. организация сделок между клиентами, минуя биржу;
- участие в инвестиционном процессе путем перераспределения капитала через фондовый рынок;
- сбор необходимой коммерческой информации, анализ состояния рынка ценных бумаг и консультирование клиентов по вопросам биржевой и маркетинговой деятельности;
- документальное оформление заключенных сделок;
- другие функции, не противоречащие действующему законодательству и нормативным актам соответствующей биржи.

К деятельности профессионального участника, осуществляющего **брокерскую** деятельность, предъявляются стандартные требования:

- порядок и принципы работы с клиентами;
- порядок раскрытия информации брокером, в том числе перед клиентами;
- требования к разработке мер по предотвращению конфликта интересов брокера и клиента;
- требования к разработке мер по **предотвращению** манипулирования ценами и использования инсайдерской информации;
- порядок определения и выплаты вознаграждения клиентом брокеру;
- порядок заключения брокерских договоров;

- порядок использования денежных средств и/или ценных бумаг, переданных клиентом брокеру для совершения операций;
- особенности проведения и исполнения торговых и неторговых операций, срочных и маржинальных сделок, сделок репо;
- порядок проведения операций при осуществлении интернет-трейдинга.

Организационно-правовые формы брокерских компаний различны и во многом зависят от того, обслуживает брокерская компания мелкую клиентуру или только крупных инвесторов, оказывает весь комплекс услуг или только отдельные виды, специализируется ли в работе на каких-либо конкретных видах ценных бумаг и так далее. В **промышленно** развитых странах брокерские компании — это, как правило, частные фирмы и акционерные общества. В России положения Федерального закона от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» по состоянию на сегодняшний день не устанавливают каких-либо ограничений на организационно-правовую форму профессиональных участников рынка ценных бумаг, ведущих брокерскую деятельность, поэтому российские брокерские компании функционируют как коммерческие организации в форме акционерного общества или общества с ограниченной ответственностью. Среди **150** крупнейших российских компаний, занимающихся брокерской деятельностью, общества с ограниченной ответственностью составляют чуть больше четверти.

Конкурентоспособность самостоятельно работающих брокерских компаний обычно осложняется тем, что у них слаба собственная финансовая база, низка операционная способность, а доля проблемных активов достигает **40—50%**, поэтому они вынуждены изыскивать подкрепление через партнеров либо поступиться своей самостоятельностью, работая, например, как структурная или дочерняя часть какой-либо (как правило, кредитной) организации. Кроме того, брокерской деятельностью можно заниматься и не имея самостоятельного юридического статуса, а будучи структурной составной частью фондового отдела какого-либо банка или инвестиционной организации. Если финансовым брокером на рынке ценных бумаг становятся банки, то помимо всех других присущих банку операций они выполняют посреднические (агентские) функции по **купле-продаже** ценных бумаг за счет и по поручению клиента. Сделки по купле-продаже ценных бумаг для своих клиентов банки могут совершить как на бирже, так и на внебиржевом рынке. Кроме того, выполняя поручение клиента, банк может удовлетворить **его** заявку на покупку определенных ценных бумаг, продав бумаги

из своего портфеля, либо купить для своего портфеля предлагаемые клиентом для продажи ценные бумаги. Функции финансового брокера банки выполняют и при работе с поручениями инвестора, будучи дилерами рынка облигаций. На проведение дилерской деятельности на рынке государственных облигаций коммерческий банк заключает договор с Центральным банком и в последующем продает облигации инвестору от своего имени и за свой счет. Инвестором в этом случае может быть любое юридическое или физическое лицо, не являющееся дилером и приобретающее облигации на праве собственности по договору на обслуживание с банком-дилером. Если брокерские операции выполняют инвестиционные компании, то в отличие от финансового брокера они выставляют на рынок дилера, который действует как юридическое лицо за свой собственный счет.

Для среднего и мелкого инвестиционного бизнеса наиболее эффективна такая форма развития брокерских компаний, которая длительное время развивалась в **промышленно** развитых странах. Отношения брокерские фирмы строили на основе партнерства, которое предполагает сохранение ее юридического статуса при усилении повышения конкурентоспособности. Большинство успешных брокерских компаний промышленно развитых стран являются партнерствами с одним или несколькими контролирующими партнерами и костяком младших партнеров.

Подобно развитым рынкам складывается ситуация и на российском рынке ценных бумаг. Для предоставления брокерских услуг в регионах широко используется агентская и партнерская схемы привлечения клиентов. Создание партнерства в некоторой степени похоже на франшизу, поскольку представитель продает чужие услуги под торговой маркой головной компании. Но материнская фирма будет получать не фиксированную сумму, а часть прибыли, которую приносит региональный клиент.

От желающей открыть представительство брокерской компании необходимо только понимание бизнеса и умение продавать. Размер стартового капитала партнеров складывается из затрат на аренду помещения, рекламу и заработную плату нескольким сотрудникам. Начальный капитал сильно зависит от региона. Выплаты партнеру достигают 50%, а в первые **три—шесть** месяцев льготного периода работы — до 80% комиссионного вознаграждения по заключенным сделкам. Суммарные выплаты партнеру увеличиваются в **1,5—2** раза от дохода по маржинальным кредитам. В условиях российской практики партнеры выходят на текущую самоокупаемость при положи-

тельном течении дел через **полгода—год**, и об их доходах можно судить по косвенным признакам: по количеству сотрудников, затратам на рекламу.

Обязательным условием для успешной деятельности партнера является наличие помещения, нескольких компьютеров, с которых клиенты смогут совершать сделки на бирже, — так называемый **динговый** зал. Кроме выполнения утилитарных функций такое помещение будет создавать условия для непосредственного общения сотрудников с клиентами.

Партнер должен уметь консультировать клиентов по вопросам брокерского обслуживания, текущей рыночной ситуации, помогать в установке программного обеспечения для интернет-трейдинга и т.д. Чтобы стать партнером, необходимо зарегистрироваться в качестве юридического лица, имеющего в штате как минимум трех сотрудников. Кроме директора и менеджера по продажам в фирме должен быть бухгалтер, являющийся сотрудником бэк-офиса. Он обязан обеспечивать текущий документооборот, помогать клиентам заполнять документы на открытие счета, вести регламент взаимодействия с офисом. Начало операций для клиента определяется поступлением его ценных бумаг на счет депо или денег в расчетную палату биржи.

Если развитие представительства тормозится из-за недостатков ресурсов предпринимателя, но потенциал роста бизнеса существует, то представительство преобразовывается в филиал и головная фирма инвестирует в его развитие дополнительные средства, например в покупку помещения. Создание партнерского филиала — всегда взаимовыгодная сделка, в процессе которой индивидуально договариваются о сотрудничестве и обслуживании сформированной партнером клиентской базы фирмы. Так действуют, например, российские компании **«Атон»** и БКС. В этом случае партнер становится уже сотрудником компании, получает фиксированную заработную плату и процент прибыли филиала в дополнение. Для головной организации создание филиала означает своего рода привязывание к себе перспективного партнера и повышение ее респектабельности и капитализации фирмы, а также позволяет предоставлять ей максимальный спектр услуг, поскольку филиал — это часть брокера со всеми атрибутами и лицензиями.

Однако крупные глобальные организации не могут эффективно работать, оставаясь партнерствами, и их деятельность построена на публичности и включает вывод акций самой компании на биржу. Участвуя в партнерствах, компании, предоставляющие брокерские

услуги, выходят на публичный рынок значительно позже других эмитентов. Например, Goldman Sachs, последний из крупнейших глобальных игроков, стал публичной компанией лишь в 2000 г.

Несмотря на быстрое развитие российского брокерского бизнеса, акции этих компании пока недооценены. Немногочисленные эксперименты вывода акций российских компаний на биржу оказались в основном безуспешными. Так, в июне 2000 г. на РТС выставленные акции инвестиционной КИК (капитализация 7,2 млн долл.) в первое время торговались по сделкам объемом от 400 тыс. до 1 млн долл., однако в июле 2003 г. была заключена последняя сделка, а в мае 2004 г. акции компании были исключены из котировального списка биржи. В феврале 2001 г. безуспешно выставлены заявки на покупку ценных бумаг федеральной фондовой корпорации (ФФК), которая известна своим участием во многих ваучерных аукционах, реализацией акций Газпрома нерезидентам и финансовыми консультациями на фондовом рынке страны. Менее года продолжалось котирование акции в прошлом ваучерного фонда «Энергия-Инвест», **выведенных** в секцию РТЗ Board в мае 2005 г. Редким исключением оказалось проявление публичности при реализации на бирже акции компании «Русс-Инвест», выросшей из чекового инвестиционного фонда. С июня 2006 г. котировки более 2 млн ее акционеров выросли более чем в 23 раза — фактически с номинала до реальной рыночной цены. Капитализация компании в конце 2007 г. достигла **170** млн долл., а ежедневный объем торгов по ее бумагам составлял **200—500** тыс. руб.¹

Сегодня основная часть российских брокерских компаний не выходит на биржу, а искидывает другие возможности развития своей деятельности. По оценкам около половины российских брокерских компаний являются дочерними компаниями банков и других организаций. Они имеют доступ к **относительно** дешевым деньгам своих материнских компаний или крупных банков, и для них привлечение займов — довольно редкое явление. Кроме того, гораздо быстрее и проще вывода акций на биржу является привлечение ими стратегического инвестора. Владельцы брокерских компаний предпочитают продавать свой бизнес стратегическим инвесторам, которые позволяют преодолеть проблемы доступа к более дешевому финансированию, в том числе за счет своего имени, увеличения клиентской базы, создания дополнительных каналов продаж и т.п. Так, объединенная финансовая группа (ныне переименованная в «Дойче

¹ Гайдаев А. В поисках привлечений // Деньги. 2007. № 39. С. 128.

Секьюритиз») была продана в 2005 г. «Дойче Банку». В начале 2007 г. была закрыта сделка по продаже инвестиционного бизнеса группы **«Атон»** итальянскому банку **UniCred it**. Планировалась продажа крупнейших российских инвесткомпаний — «Тройка Диалог» и «Ренессанс Капитал» — зарубежному или российскому стратегическому инвестору. Однако продавцы и покупатели на растущем рынке не сошлись в цене.

Управленческая структура брокерской компании. В структуре брокерских компаний существует внутреннее разделение труда. В компании работают менеджеры, специалисты, **имеющие** лицензию на работу с ценными бумагами, аналитики, которые изучают бесчисленные публикации, проводят анализ финансовых отчетов и других источников информации, стараясь оценить, спрогнозировать дальнейший оборот ценной бумаги. Полученную из аналитического отдела информацию брокер предоставляет клиентам для принятия инвестиционных решений. Штат брокерской фирмы в зависимости от ее размеров может состоять как из пятерых, так и 200 человек, а оплата занятых в ней лиц зависит от уровня ее доходности.

В управленческой структуре брокерской компании выделяется ряд специализированных отделов, занимающихся торговой, аналитической и консультационной деятельностью. Типичная организационная структура современной брокерской компании показана на рис 22.2. Основная задача организационной структуры брокерских компаний при проведении операций с ценными бумагами состоит в обеспечении согласованных действий сотрудников всех подразделений.

Доходы брокерской компании. На начальных этапах работа брокерской фирмы финансируется ее **учредителями**¹, а в дальнейшем — за счет получаемых доходов от посреднической деятельности (которые образуются из комиссионных сборов от сумм совершаемых сделок) и платы за различные маркетинговые услуги, оказываемые клиентам. Оплата брокерских услуг обычно устанавливается в дополнительном соглашении к договору о брокерском обслуживании между фирмой и клиентом в размере определенного процента в зависимости от суммы **сделки**², оборота по операциям и др.

Собственные средства брокера, дилера и доверительного управляющего Центрального банка определяются как сумма уставного, добавочного, резервного **капитала** и фонда социальной сферы.

Под суммой сделки понимается стоимость ценных бумаг по сделке без учета Накопленного купонного дохода, комиссии Торговой системы и возможных **налоговых** выплат.

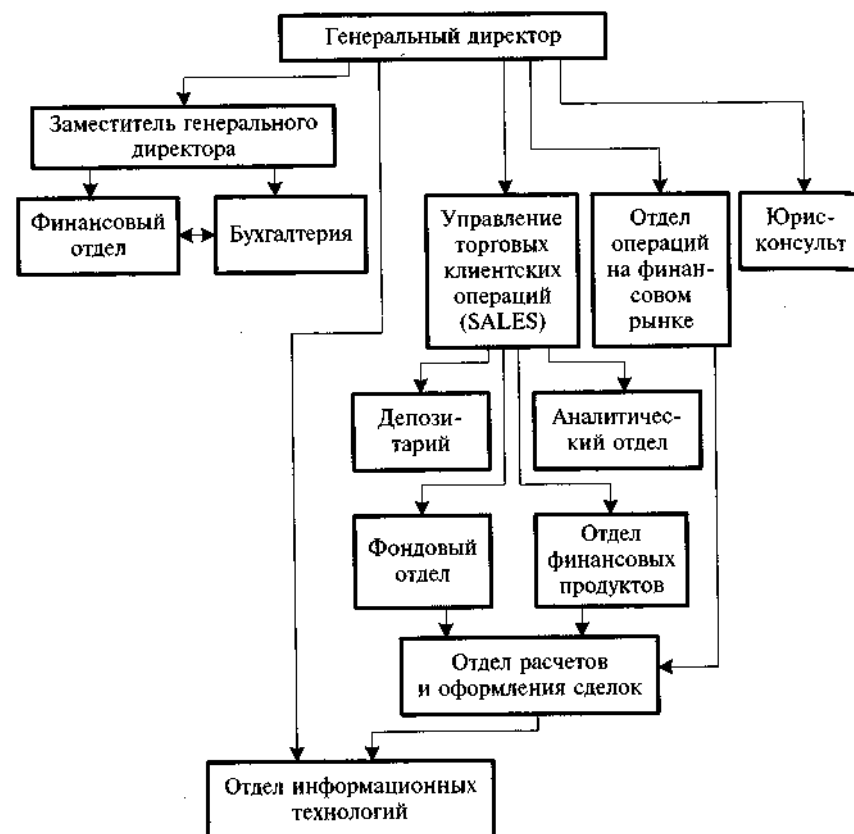


Рис 22.2. Организационная структура брокерской компании

В российской практике размер основного вознаграждения, предусмотренного брокерскими компаниями, включая НДС, может составлять несколько рублей за исполнение одного контракта. Однако фиксированная плата удобна лишь при сумме оборота свыше 500 млн руб. Поэтому чаще в качестве вознаграждения определяется процент с суммы каждой фактически совершенной сделки. Размер процента зависит от оборота по операциям клиента за торговый день по каждой биржевой площадке отдельно. Он может рассчитываться при торговле на ММВБ, например, в размере **0,10%** при обороте до 1 000 000 руб., в размере **0,02%** - при обороте от 10 000 001 руб. и выше. При этом если в течение дня клиент совершил хотя бы одну сделку, то суммарная комиссия за текущий день не может быть

меньше 100 руб. Может также учитываться и фиксированная плата **0,04—0,08%** суммы сделки + 35 долл. в месяц. Для клиентов, торгующих с голоса, может предусматриваться размер процента при дневном обороте до 10 000 000 руб. в **0,15%**, при обороте от 10 000 001 руб. и выше — **0,10%**. Если в течение дня клиент совершил хотя бы одну сделку, то суммарная комиссия за текущий день не может быть меньше 200 руб. На РТС вознаграждение зависит от суммы сделки; при дневном обороте за торговый день до 50 000 долл. оно составит **0,30%**; при обороте от 50 001 до 100 000 — **0,20%**; при обороте от 100 001 до 200 000 долл. — **0,15%**; при обороте от 200 001 до 300 000 долл. — **0,10%**; при обороте от 300 001 долл. и выше — **0,05%**. При этом если в течение дня клиент совершил хотя бы одну сделку, то суммарная комиссия за текущий день не может быть меньше 50 долл.

Однако фактические комиссии брокеров намного выше, чем тарифы. Платежи за услуги брокера могут включать: фиксированный тариф (в рублях в месяц), комиссию депозитария, комиссию торговой системы, плату за ее установку и использование.

Чтобы сравнить общий уровень комиссионных сборов за брокерскую деятельность, следует рассчитать *индекс брокерской комиссии*. Он определяется как сумма всех тарифных ставок, деленная на число ставок. Индекс брокерской комиссии исчисляется в % месячного оборота и не зависит от оборотов, с которыми соотносятся тарифные ставки.

Например, тарифная сетка компании:

$0,07 < 1\,000\,000$;
 $0,06 : 1\,000\,000 - 2\,000\,000$;
 $0,05 : 2\,000\,000 - 3\,000\,000$;
 $0,04 : 2\,000\,000 - 4\,000\,000$;
 $0,03 : 4\,000\,000 - 5\,000\,000$;
 $0,02 : 5\,000\,000 - 6\,000\,000$;
 $0,01 > 6\,000\,000$.

Тогда индекс брокерской комиссии составит $(0,01 + 0,02 + 0,03 + 0,04 + 0,05 + 0,06 + 0,07) : 7 = 0,04$.

В конце 2007 г. индекс брокерской комиссии российских компаний колебался от **0,028** (Инвестиционная группа «Амити» и инвестиционная компания «Церих Кэпитал») до **0,12** (РОСБАНК и Ленстройматериалы).

Брокерские компании, работающие с розничными клиентами, кроме непосредственно комиссионного вознаграждения, которое составляет порядка **0,05—0,08%** суммы сделки, имеют и другие дохо-

ды. В первую очередь это доход от кредитования активных клиентов по маржинальным сделкам. Используя «плечи» занимают денежные средства и открывают короткие позиции, для чего одалживают акции. Если активы клиентов в совокупности равномерно распределены между деньгами и голубыми фишками, у брокера не возникнет проблем с предоставлением финансов и ценных бумаг одних клиентов другим.

Кредитование денег стоит обычно дороже, чем заем ценных бумаг, на 3—4 процентных пункта. Так, если кредит акции для открытия короткой позиции обойдется примерно в 12% годовых, то получить деньги для «плеча» можно будет за 15—16% годовых. Сумма процентов за кредит рассчитывается делением годовой ставки на 360 дней и умножением на число суток заимствования, включая выходные и праздничные дни. Таким образом, доход от маржинальной торговли приносит сумму, сопоставимую с размером брокерской комиссии. Брокер будет получать свои проценты по кредиту каждые сутки, если клиент купил акции с «плечом» и держит их несколько дней.

Если для желающих покупать с «плечом» имеющихся денежных средств или акций в компании не хватает, брокер занимает деньги в других инвестиционных компаниях под относительно ликвидные акции с помощью сделок репо, но прибыль его составит не 2, а 1%. Это означает, что брокеру выгодно, чтобы клиенты активно торговали с кредитным «плечом» только узким спектром относительно ликвидных ценных бумаг. Сам брокер также может давать другим инвестиционным компаниям (размещать) избыточные денежные средства или ценные бумаги на условиях репо, получая за это дополнительные доходы.

Однако от клиента, который купит акции второго-третьего эшелона с расчетом продать их через несколько лет, брокер получит вознаграждение только за брокерскую комиссию при покупке и продаже акций. Поэтому в брокерском бизнесе выгодны гиперактивные спекулянты и розничные интернет-брокеры, на фондовом рынке активных клиентов выделяют особо.

Прибыль, полученная от использования средств клиента, за вычетом необходимых затрат на оплату брокера и другие нужды перечисляется их владельцу, а при наличии убытков, понесенных клиентом в связи с деятельностью брокерской компании, последняя проводит их возмещение.

Клиенты брокерской компании. Отношения брокерской компании и клиента возникают по инициативе клиента, способного са-

мостоятельно принимать решения по управлению собственным портфелем, однако и сами брокерские компании проводят активную маркетинговую политику. Основной канал, с помощью которого они могут привлечь инвесторов к сотрудничеству, — разные формы рекламы. В современных условиях брокерские компании активно используют сайты в Интернете, где помещают информацию о политике фирмы, размерах ее операций, тарифах, готовности разработать программы для новых инвесторов или пересмотреть портфель акций, имеющийся на руках владельцев, и др. В большинстве стран мира действует положение, согласно которому неточности, допущенные брокерскими фирмами в объявлениях и другой рекламной информации, наказываются достаточно серьезными санкциями (ограничивается даже язык и термины, допускаемые к использованию в объявлениях).

Клиентами брокерской компании являются юридические и физические лица, зарегистрированные в качестве предпринимателей без образования юридического лица (в том числе нерезиденты). Сохраняющийся высокий интерес к российскому фондовому рынку демонстрирует продолжающийся рост числа клиентов брокерских компаний. В сопоставимом числе этих компаний по сравнению с первым полугодием 2006 г. число клиентов — физических лиц увеличилось на треть, до 130 тыс. человек, и ожидается, что к 2010 г. численность клиентов брокерских компаний достигнет 3,4 млн¹. Однако в отличие от большинства участников этих размещений клиенты брокерских компаний ведут себя на рынке более активно. В лидерах по привлечению клиентов по-прежнему остаются интернет-брокеры Брокеркредитсервис, «Финам», «Атон», «Антанта Пиоглобал». У этих компаний численность клиентов превышает 10 тыс. человек.

Все сделки с ценными бумагами, в том числе и внебиржевые, заключает брокер в интересах и по поручению управляющего. При этом физические лица предпочитают коллективные инвестиции (ПИФ и доверительное управление, которые продолжают стремительно увеличиваться. Причем в ряде крупных компаний — «Атон», «Атон Брокер», «Уралсиб Капитал», «Финам», «Центринвест Секьюритиз» — операции с паями — уже фактически все операции с неэмиссионными ценными бумагами. Хотя объемы рынка с паями паевых фондов невелики — 25 млрд руб., но по сравнению с первым полугодием

Несомненно, этому способствовали «народные» размещения акций Сбербанка и ВТБ. В приведенных данных отсутствуют клиенты этих банков, участвовавших в IPO.

ем 2006 г. в 2007 г. они показали восьмикратный **рост**¹. Вывод паев паевых фондов на биржу через несколько лет может составлять достойную конкуренцию остальным сегментам фондового рынка.

Гораздо слабее развивается в России доверительное управление, с которым брокеры работают неохотно. Объясняется это тем, что в соответствии с Гражданским кодексом РФ доверительные управляющие, не проявившие должной заботы о доверенных им средствах, несут ответственность в сумме убытка, потому высока вероятность возникновения судебных споров, в которых суд решает, прав управляющий или нет. Вознаграждение доверительного управляющего выплачивается из прибыли от управления и, если нет прибыли, — нет и вознаграждения. Существующая ситуация побуждает доверительного управляющего при отсутствии прибыли расторгать договор доверительного управления или сокращать его срок.

Создать основу для развития стабильных отношений брокерских компаний с управляющими и долгосрочного управления активами клиента, когда инвесторы и потребители на финансовом рынке будут защищены более надежно, чем сейчас, может совершенствование регулирования доверительного управления ценными бумагами.

С учетом перспектив развития брокерских операций в опубликованном исследовании НАУФОР «Идеальная модель фондового рынка России на среднесрочную перспективу» к 2015 г. прогнозируется инвестирование в ценные бумаги через брокеров 21 млн российских граждан, что составит треть от экономически активного населения страны. Предполагается, что к 2015 г. объем вложений иностранных портфельных инвесторов вырастет в 20 раз и составит 300 млрд долл., а активы открытых и интервальных ПИФ увеличатся в 100 с лишним раз, достигнув **290—360** млрд долл. Рост резервов НПФ к 2015 г. может позволить достичь отметки 440 млрд долл. против 10 млрд в 2005 г.

Прибегая к услугам брокерской компании, как производитель, так и потребитель получают следующие преимущества:

- покупают акции по справедливой цене, т.е. цене сегодняшнего дня, не прибегая к услугам случайных лиц;
- значительно увеличивают объем торговых операций без роста собственных затрат на эти цели;
- располагают услугами высококвалифицированного торгового персонала;

¹ Гайдаев А. Указ. соч.

- регулируют свои затраты на операции, так как расходы на посреднические услуги оговорены и зависят от объема операций клиента.

Выбирая брокерскую компанию для обслуживания, крупная фирма **обычно** заключает договор с двумя-тремя брокерскими компаниями, имеющими опыт работы с большими заказами. Среднему предпринятию подойдет специализированная брокерская компания небольшого размера, которая за более высокие комиссионные будет больше времени уделять анализу конкретного рынка и каждому клиенту. Кроме того, клиент может выбрать нескольких брокеров и через одного из них размещать свои заказы на сделки, а через другого — консультироваться, получая информацию о конъюнктуре рынка.

На выбор клиентом брокерской фирмы влияет и стратегия инвестора. При стратегии однодневного трейдинга, например, целесообразно открытие счета у дисконтных брокеров, имеющих доступ к залу для быстрого исполнения приказов.

Самый простой способ выбрать надежного брокера на российском фондовом рынке — посмотреть рейтинг НАУФОР. Он опирается на показатели: масштабы бизнеса (включены среднемесячные обороты компании, размер ее собственного капитала, стоимость активов и среднемесячный размер чистой прибыли); эффективность и надежность операций (учитывается безопасность торговли, определяемой как доля компании в общих оборотах сделок с бумагами, допущенными к торгам, достаточность собственного капитала, коэффициент текущей ликвидности и доходность активов, отданных ей в управление) и респектабельность (членство в саморегулируемой организации, число и состав лицензий и репутация компании на рынке с точки зрения независимых экспертов).

После анализа ежеквартальной отчетности компаний, входящих в НАУФОР, эксперты ассоциации разбивают их на три основные группы: А (самые надежные), В (надежные) и С (недостаточно надежные). Большинство участников рейтинга являются членами ассоциации. В рейтинге НАУФОР из более 400 зарегистрированных компаний около 300 относятся к надежным и таким, которые обеспечивают своим клиентам некоторую защиту компаний. К группе Максимальной надежности (A++) относятся: Брокеркредитсервис **АА+**, «Атон», «Тройка Диалог», ИК «Еврофинансы» имеют **надежность** **ААА**. К группе А+ (очень высокая надежность) относятся Балтийское финансовое агентство, оцененное на А+; Finam Web-Trade и ОЛМА оценены на **АА-**. «Ленстройматериалы» имеют **надежность** **А-**. Компании «Баррель» и ИК «Еврофинансы» оценены **как** надежные: **BBB+** и т.д.

Из этических соображений **НАУФОР** раскрывает информацию только о тех, кто вошел в первую и вторую категории надежности. Остальным сообщается значение только их собственных рейтингов.

Брокерские компании страны дифференцируются в рейтингах так же, как ведущие операторы рынка акций ФС ММВБ, ведущие интернет-брокеры ФС ММВБ, активные участники торгов на срочном рынке FORTS и др.

В 2007 г. **НАУФОР** был предложен рейтинг брокерских компаний с учетом индекса их комиссии в % месячного оборота. В соответствии с этим критерием лидирующие позиции занимают: «Амити», «Атон», Инвест-Телеком, **ЭКОНАЦБАНК**, Брокеркредитсервис, Абсолют-банк, «Финам», ОЛМА, ITinvest, **SmartTrade PRO**, Веб-инвест Банк, «Тройка Диалог», «Баррель», Netinvestor, Балтийское финансовое агентство, Национальный банк развития, Альфа-Банк. Их показатель колеблется от 0,028 до 0,05. Внешторгбанк 24, ИК «Еврофинансы», фондовый центр Линвест находятся в пределах **0,051–0,073**. У Росбанка и «Ленстройматериалы» индекс комиссии превышает **0,12**.

Договор о брокерском обслуживании. Юридическим основанием возникновения прав и обязанностей между профессиональным участником рынка ценных бумаг — брокером и его клиентом является договор о брокерском обслуживании. Такой договор, как правило, оформляется как один документ, подписанный сторонами (см. приложения к главе 1).

Форма договора может быть разной (договор поручения, комиссии, агентский договор). Если подписан договор комиссии, брокерская фирма не участвует в расчетах между контрагентами, и на ее расчетный счет поступают лишь комиссионные. На рис. 22.3 представлена схема организации брокерской компанией сделки в качестве комиссионера.

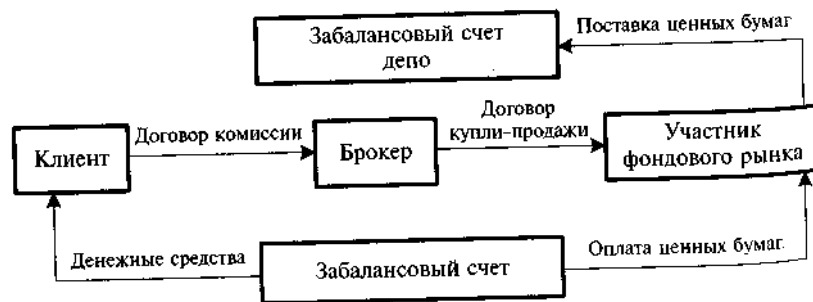


Рис. 22.3. Совершение операций брокерской компанией в качестве комиссионера

По договору поручения брокерская компания заключает сделку от имени клиента и за его счет, т.е. действует в качестве поверенного. Деятельность брокерской компании в качестве поверенного схематически изображена на рис. 22.4.



Рис. 22.4. Совершение операций брокерской компанией в качестве поверенного

Однако такие договоры, как правило, не заключаются в чистом виде, поэтому договор о брокерском обслуживании представляет собой комплексный акт, в котором присутствуют элементы как договора комиссии, так и договора поручения. Более того, такой комплексный акт может содержать и элемент займа. Следовательно, в этом договоре брокерская компания старается оговорить все условия совершаемых ею операций в пользу клиента в пределах определенной суммы и при сохранении за ней права выбора ценных бумаг с учетом установок, полученных от клиента. Таким образом, договор, на основании которого компания может осуществлять куплю-продажу ценных бумаг по поручению своих клиентов, становится юридически неоднозначным.

Однако на практике заключение договора часто осуществляется путем подписания клиентами заявлений об акцепте, о присоединении, листов присоединения и тому подобных документов. В этом случае подписываемые клиентом документы содержат ссылку на Регламент брокерского обслуживания, Тарифы и иные внутренние документы брокера. Часто клиентам предлагается подписать договор об оказании брокерских услуг, который хотя и подписывается обеими сторонами — клиентом и брокером, однако содержит отсылочные нормы к Регламенту брокерского обслуживания или другому внутреннему документу. Такая практика не противоречит законодательству, однако в этом случае клиенту необходимо изучить содержание всех документов, на которые содержится ссылка в подписываемом им документе, поскольку в силу такой ссылки они являются частью договора об оказании брокерских услуг.

Если документ, подписанием которого заключается договор об оказании брокерских услуг, содержит отсылку на Регламент брокер-

ского обслуживания, Тарифы или иной внутренний документ брокера, он также обычно содержит указание на право брокера изменить такой внутренний документ в одностороннем порядке. Это не противоречит законодательству, однако означает, что клиент должен быть готов к изменению любых условий своих взаимоотношений с брокером по его усмотрению. На самом деле брокер обязан уведомлять клиента об изменениях. Кроме того, клиент вправе в любое время потребовать от брокера представить ему в письменной форме заверенную брокером копию документа, на который содержится ссылка в договоре между брокером и клиентом. Эта услуга может быть платной, поэтому брокеры часто ограничивают плату размерами расходов на изготовление и передачу копии такого документа.

Для заключения договора клиенту — юридическому лицу необходимо предоставить в брокерскую компанию в двух экземплярах следующий набор **документов**¹:

- копии (заверенные нотариально либо регистрирующим органом): устава и учредительного договора;
- копии (заверенные нотариально) свидетельства о регистрации и карточки с образцами подписей и оттиском печати;
- документы, подтверждающие полномочия должностных лиц, в том числе должностных лиц, подписи которых указаны в карточке.
- письмо ГМЦ Госкомстата России о внесении изменений в **ЕГРПО**;
- свидетельство о постановке на учет в налоговом органе;
- свидетельство о внесении записи в Единый государственный реестр юридических лиц;
- доверенности на лиц, подписывающих документы и подающих распоряжения.

Желательно также представить копии лицензий и документов, если таковые имеются, подтверждающих ограничения и/или льготы при проведении различных типов операций, связанных с социальными, гражданскими или иными свойствами клиента, документы от расчетных банков клиента или других влиятельных корпораций, подтверждающие его «доброе имя», и ксерокопии паспортов первых лиц.

После того как клиент определится с выбором брокерской компании, ему предстоит открыть в ней счет, необходимый для совершения операций на фондовом рынке. Таким образом клиент пере-

¹ Документы, представляемые иностранными лицами, должны быть легализованы в установленном порядке и иметь нотариально заверенный перевод на **русский** язык.

дает брокеру необходимые денежные средства или ценные бумаги. Денежные средства, переданные клиентом, а также денежные средства, полученные брокером по сделкам, совершенным им для клиента, в соответствии с законодательством должны храниться отдельно от денежных средств брокера: на специальном брокерском счету — это банковский счет брокера, на который перечисляется обусловленная в договоре между брокером и клиентом денежная сумма. Средства на таком счету защищены от наложения на них ареста или взыскания по долгам брокера. В случае банкротства брокера они не включаются в конкурсную массу. На специальном брокерском счету могут храниться денежные средства одного клиента. Однако договором может быть предусмотрено хранение денежных средств клиента на специальном брокерском счету вместе с денежными средствами других клиентов.

Договоры об оказании брокерских услуг могут предусматривать право брокера использовать в своих интересах денежные средства клиента. В этом случае денежные средства клиентов, которые предоставили брокеру право их использования, должны храниться отдельно от денежных средств остальных клиентов. Использование брокером средств клиента в соответствии с законом не должно препятствовать проведению операций по его поручению, и брокер должен определить в договоре с клиентом размер и порядок уплаты вознаграждения за использование его денежных средств. В пределах этой суммы брокер по своему усмотрению может осуществлять покупку или продажу ценных бумаг. Почти все биржевые операции с ценными бумагами совершаются либо по наличному кассовому, либо по маржинальному счету.

Клиент имеет право в любое время потребовать от брокера возврата части или всей суммы принадлежащих ему денежных средств. Брокер в сроки, предусмотренные договором о брокерском обслуживании, обязан исполнить требование клиента не позднее рабочего дня, следующего за днем получения требования клиента о возврате денежных средств. Из денежных средств клиента брокер имеет право удержать причитающееся ему вознаграждение, суммы понесенных расходов и проценты по предоставленным ему при совершении маржинальных сделок займов. Вычитается также в соответствии с договором сумма неустойки (штрафа, пени) при ненадлежащем исполнении или неисполнении клиентом обязанностей по договору.

Часто клиент выдает брокеру доверенность в отношении своих Денежных средств и ценных бумаг. Он может предоставить брокеру

¹⁵ Рынок ценных бумаг

право голоса по акциям, принадлежащим клиенту, и право представлять интересы клиента в судах. Однако недопустимо указывать в договоре или доверенности передачу полномочия на подачу поручений от имени клиента брокеру для совершения им же сделок купли-продажи ценных бумаг.

Операция открытия счета клиента достаточно проста и напоминает процедуру открытия счета в банке или потребительского кредита в магазине. Информация о клиенте должна быть достаточна (имя, адрес, номер телефона, личный номер налогоплательщика, гражданство, возраст, полное имя супруга, сведения о месте работы, его инвестиционные цели), чтобы фирма могла утверждать, что «знает своего клиента». Клиент должен подтвердить свою кредитоспособность. Это необходимо, поскольку, принимая поручения от своих клиентов, брокерская фирма нуждается в определенных гарантиях, особенно если клиент — покупатель. Кроме того, не исключено, что брокерская фирма осуществит операции за свой счет, предоставляя клиенту кредит, и возьмет на себя весь риск, связанный с совершаемыми при ее участии сделками.

Для снижения рисков брокерской компании в российской практике используются вексель на всю сумму сделки; залог в размере **25—100%** сделки, внесенный на счет брокера; текущий счет, открытый для брокера; страховой полис, предоставленный брокеру. Так, брокерское обслуживание на рынке ММВБ рекомендуется для клиентов с объемом инвестиций от 1000 до 50 000 долл. Для сделок на РТС и внебиржевых сделок по акциям предусмотрена минимальная начальная сумма активов клиента от 5000 долл. Кроме того, существуют и другие меры защиты интересов брокера. Например, он вправе запрашивать у клиентов сведения об их финансовом состоянии и целях инвестиций, об источниках формирования их капитала (для юридических лиц) или подтверждение их дееспособности (для физических лиц) и требовать от юридических лиц подтверждения их полномочий.

Однако сегодня как для собственных, так и для клиентских операций с ценными бумагами брокеры вынуждены открывать счета в коммерческих банках или покупать кредитные организации. Это порождает схемы, которые удорожают операции, а самое главное, делают их рискованными и для клиента, и для брокера, и для рынка в целом. Банкам с лицензиями профессионального участника в этом смысле проще: они существенно экономят на издержках. Однако в-
Фе-

деральная служба по финансовым рынкам (ФСФР) даст возможность брокерам самим вести банковские счета для сделок на фондовом рынке. Изменения предусматривают усиление контроля над рисками и введение специальных нормативов для брокеров. Нормативно закрепить возможность проведения рискованных операций при достаточном уровне риск-менеджмента можно введением института клиринговых брокеров и наделением инвестиционных компаний функцией ведения банковских счетов. При этом предполагается, что брокер будет получать лицензию некредитной организации в Центральном банке, что позволит ему вести счета и проводить по ним операции. В случае принятия законопроекта инвесторы и потребители на финансовом рынке будут защищены более надежно, чем сейчас. Сейчас надзор за брокерами — не банками находится в компетенции ФСФР. Дополнительная лицензия инвесткомпаниям будет не нужна, а нормирование и надзор за их бизнесом останутся у ФСФР, если брокеры получат право аккумулировать у себя средства для кредитования клиентов и проведения инвестиционных сделок. Но в этом случае потребуются поправки в закон о рынке ценных бумаг. Новый порядок поможет вывести из тени часть сделок, когда брокеры в рамках маржинальной торговли выходят из положения, используя активы одних клиентов для кредитования других, не ставя заимодавцев в известность. Им проще будет проводить такие операции, получив разрешение инвесторов и выплачивая им проценты.

После заключения договора связь между брокером и клиентом может устанавливаться путем подачи поручений. В современной практике используются телефакс, электронная почта, Интернет, телефон. При получении устных поручений от клиента брокер обязан вести их запись и добиваться от клиента их письменного подтверждения. Подписание такого документа клиентом обычно осуществляется впоследствии и означает отсутствие разногласий по их выполнению. Переписка брокера с клиентом и запись телефонных поручений позволяют разрешать возможные разногласия, в том числе и по советам брокера, особенно в отношении приобретения тех Ценных бумаг, которые изначально не планировались клиентом.

По сделкам и операциями с ценными бумагами, совершенным в интересах клиента, брокер должен предоставлять клиенту отчеты **за** месяц, квартал или в соответствии с договором об оказании **брокерских** услуг более часто. В отчете указывается перечень операций **и** иных услуг, совершенных брокером, размер причитающегося вознаграждения и иные выплаты, удержанные брокером.

22.6. Становление и перспективы развития российских брокерских компаний

Рынок брокерских услуг России импульс **для** развития получил в перестроечный период. Брокерский бизнес развивался не так, как в развитых странах, где сформировавшийся круг посредников создавал биржу. В России сначала инициаторы биржевой торговли создавали биржу, а после для организации торговли на ней подбирали посредников, поэтому основная часть брокерских компаний страны образовалась в середине 1990-х годов, а их число росло достаточно быстро. К концу 1997 г. в России насчитывалась 1561 компания, а в июле **1998** г. (за полгода) их число выросло на 25%. Однако, несмотря на высокие темпы роста бизнеса, брокерские компании не дотягивали до необходимых размеров капитализации, и за следующую кризисную половину года их число сократилось почти на **13%**. Логика развития рынка брокерских услуг потребовала существенного увеличения собственного капитала и надежности формирующихся компаний. Без этих ключевых факторов компании могли быстро потерять свою конкурентоспособность. Чтобы не обанкротиться, часть брокерских компаний страны прошли через слияния и поглощения.

В результате происшедших перемен число зарегистрированных организаций системы НАУФОР, членами которой является подавляющая часть российских брокерских компаний, сократилось с 800 в 2001 г. до 468 к 2004 г. и до 406 в 2007 г. К 2005 г. возрос уровень монополизации рынка, и около половины его совокупного денежного оборота и свыше 70% оборота облигаций стало приходиться на долю пяти из 50 крупнейших брокерских компаний России.

Вместе с тем услуги брокерских компаний России были слабо развиты. По оценкам участников рынка в 2003 г. на 15 тыс. частных инвесторов приходилось 200 брокеров. Пользовались брокерскими компаниями преимущественно маргинальные лица, начавшие свою деятельность в эпоху либерализации экономики с торговли ваучерами, наличной валютой, а затем ГКО. Некоторый спрос на брокерские услуги предъявляла немногочисленная прослойка обеспеченных граждан.

По сравнению с другими странами рынок брокерских услуг в России находится в стадии становления. Открывают брокерские счета около 5 тыс. частных инвесторов в месяц, а их общее число оценивается в 400 тыс. человек. Число пайщиков в 2006 г. выросло по сравнению с 2005 в **5—6** раз.

Предполагается также, что в **2008—2009** гг. российские брокеры на внутреннем рынке ценных бумаг будут работать по упрощенной

схеме с котируемыми списками иностранных бирж, подавая заявление на площадку, где принимается решение о допуске. Эта схема фактически исключает участие ФСФР в процессе. Но за службой останется право регистрировать проспект ценных бумаг, если одновременно проводить публичное размещение пакета. Тогда проспект, составленный на русском языке, должен быть подписан уполномоченным брокером, а биржам придется раскрывать информацию об эмитенте. При этом сами ценные бумаги должны учитываться в российских депозитариях. Если же выпуск не пройдет процедуру листинга на зарубежных площадках, то потребуются специальное разрешение ФСФР. В любом случае «импортируемые» ценные бумаги должны иметь международные коды ISO и CFI, а эмитент — быть зарегистрированным в государстве группы FATF, участвующем в борьбе против легализации преступных доходов.

Аналитики считают, что современный рынок брокерских услуг в России может вырасти в 100 раз. Быстрые темпы развития брокерского бизнеса объясняются тем, что он высокотехнологичен, имеет огромный потенциал роста и не требует крупных средств для вложения. Желая купить паи и совершать операции на бирже самостоятельно можно предлагать одну общую услугу — брокерское обслуживание. Для этого не нужны лицензии, дорогое и сложное программное обеспечение, система ведения учета брокерских счетов. Все предоставляют брокеры, включая рекламные материалы и помощь в проведении образовательных семинаров. Клиентская база большинства брокерских компаний за последние годы удвоилась. На этот рынок стали более активно выходить банки и филиалы московских компаний. Формирование российских брокерских компаний перешло от ценовых войн брокеров к их попыткам закрепиться в регионах через партнерства и представительства.

В результате брокерские компании оказались неравномерно распределены по территории страны и сконцентрировались преимущественно в московском регионе. На рис. 22.5 видно, что до 60% совокупного оборота акций, численности клиентов и более 80% прибыли брокерских компаний России обращается в московском регионе.

Как показывают расчеты, у российских инвестиционных компаний сохраняется тенденция к увеличению доли биржевой торговли. В 2005 г. она занимала чуть больше половины всего оборота с ценными бумагами (52%), по итогам второго полугодия 2006 г. выросла до 62%. В первом полугодии 2007 г. на биржевую торговлю пришлось **64%** всего объема операций с ценными бумагами. Отчасти **это** объясняется снижением доли операций с векселями. Но этому могли способствовать и новые более жесткие требования ФСФР по обязательной отчетности внебиржевых сделок.



Рис. 22.5. Удельный вес московских компаний в пятидесяти крупнейших брокерских компаниях России в 2007 г., %

Лидирующие позиции в списке **инвесткомпаний** по-прежнему занимают КИТ Финанс, «Тройка Диалог» и Брокеркредитсервис, который оказался оттесненным с первого на третье место с результатом 7,1 трлн руб. Объем операций с ценными бумагами у КИТ Финанс составил почти **8,1** трлн руб. Компания значительно увеличила объем операций. «Тройка Диалог» превысила результат аналогичного периода 2006 г. почти в 3,5 раза, до 7,3 трлн руб.

Остальные участники рынка пока значительно отстают от лидеров. У ближайшего конкурента, инвестиционных компаний **«Финам»**, объем операций с ценными бумагами не превышает 2,2 трлн руб. Процесс монополизации рынка пока приостановился. На 20 компаний приходится почти 88% всего объема операций с ценными бумагами. Постепенно появляются и признаки конкуренции со стороны крупнейших инвестиционных банков мира. Объем операций «Голдман Сакс» (дочерней компании одного из крупнейших американских банков **Goldman Sachs**) за полугодие превысил 36 млрд руб., сразу поставив ее на 59-е место.

Компании, вошедшие в списки крупнейших, обычно являются членами Национальной ассоциации участников фондового рынка (**НАУФОР**), Национальной фондовой ассоциации (НФА), Российской торговой системы (РТС), Московской межбанковская валютной биржи (ММВБ), Московской фондовой биржи (МФБ), Фондовой биржи «Санкт-Петербург» (ФБ СПб.), имеют лицензии ФКЦБ на осуществление брокерской, дилерской, депозитарной деятельности и деятельности по доверительному управлению ценными бумагами.

Если недавно в инструменты фондового рынка (паи, акции) вкладывали частные лица, склонные к риску, то теперь на рынок пошли инвесторы, желающие получать доход в среднесрочной пер-

спективе. Пока стоимость активов ПИФ в расчете на душу населения в России в 20, 25 и 100 раз ниже, чем в Турции, Мексике и Бразилии соответственно. В Китае ежедневно 90 тыс. граждан открывают брокерские счета. Следовательно, можно ожидать, что российские фонды будут расти на **60–70%** в год как по причине увеличения стоимости самих акций, так и за счет притока новых пайщиков.

Становиться агентами управляющей компании по продаже паев могут только профессиональные участники с брокерской лицензией. Таким образом, прямая продажа паев представителями не осуществима, но возможна продажа сертификатов ОФБУ, которые, правда, пока слабо разрекламированы в отличие от ПИФ. Одновременно открыв брокерский счет, представители могут предлагать желающим покупать паи непосредственно на бирже.

Привлечение активных игроков в качестве клиентов — основная задача представителей, которую некоторые предприниматели смогли решить даже в городах с небольшим населением.

Услуги брокерских компаний. Все российские брокерские компании находятся в равном конкурентном положении: никто не в силах контролировать текущие цены на биржевом и небиржевом рынках, поэтому каждая компания старается занять свою нишу, интенсивно развивая сферу услуг. В современных условиях российские брокерские компании предлагают как традиционные услуги по купле-продаже ценных бумаг от имени, за счет и по поручению клиента на первичном и вторичном рынках, так и все услуги, относящиеся к размещению ценных бумаг, связанные с перерегистрацией, учетом и хранением ценных бумаг, созданием и управлением инвестиционными фондами. Многие из них оказывают своим клиентам посреднические услуги в области банковского кредита, по страхованию сделок, услуги интернет-трейдинга, консалтинговые услуги, оценочные работы и др. Крупные компании России, как и **брокерско-дилерские** компании США, выполняют все виды услуг. Мелкие российские компании предлагают только часть услуг. Для сравнения: в США существуют дисконтные фирмы (дома) выполняющие только одну операцию — прием и исполнение заявки по поручению клиента с сопутствующими процедурами по клирингу и зачислению ценных бумаг на счета клиента. Размер комиссионных у них на **25–60%** ниже, чем у брокерско-дилерских фирм с полным комплексом услуг. В российской практике такими операциями ограничиваются торговые площадки.

Для того чтобы помочь инвесторам в выборе правильной стратегии действий на фондовом рынке, брокерским фирмам необходимо вместе с клиентом определить его риск и цели, информировать и консультировать клиента о доходности операций, ближайших **прогнозах** по ценным бумагам и т.д., поэтому брокерские компании

все чаще предлагают клиентам доверительное управление (траст). Услуга доверительного управления активами предназначена для широкого круга инвесторов, и обычно пользоваться данной услугой предпочитают организации и физические лица, не имеющие достаточной квалификации для принятия самостоятельных решений по управлению портфелем или времени для этого, и инвесторы, предъявляющие индивидуальные требования к вложению средств. Клиенты могут выбрать подходящую для них стратегию в зависимости от целей инвестирования и степени принимаемых рисков. Управляющие вместе с каждым инвестором составляют инвестиционную декларацию, в которой описывают стратегию управления портфелем, объекты инвестирования, срок, на который предоставляются активы в управление, периодичность представляемых отчетов о совершенных операциях и размер вознаграждения управляющему (берется только с дохода клиента). Доверительное управление пользуется значительным спросом еще и потому, что доходность вложений в него (до 50% годовых) существенно превышает доходность банковских депозитов (5—12% годовых).

Важное место среди предлагаемых брокерскими компаниями услуг занимают услуги маржинальной торговли (или торговля с плечом). Эта услуга заключается в покупке клиентом ценных бумаг на средства, одолженные у брокера, или продаже клиентом ценных бумаг, взятых в займ у брокера. Брокер кредитует клиента за некоторую процентную ставку под залог денежных средств или ценных бумаг, находящихся на брокерском счету инвестора. При этом инвестор может продолжать проводить операции с ценными бумагами и денежными средствами, которые находятся в залоге.

Привлечение агрессивно настроенных спекулянтов современного российского фьючерсного рынка проводится брокерскими компаниями с кредитным плечом от 1 : 4 до 1 : 10.

В работе брокерских компаний с клиентами могут быть оказаны услуги по дополнительному финансированию через банковский кредит, выпуск векселей, эмиссию облигаций. В рамках комплексного обслуживания операций с ценными бумагами компании предоставляют своим клиентам полный комплекс услуг по депозитарному хранению, включающий в себя набор стандартных, а также персонализированных услуг, оказываемых юридическим и физическим лицам. Такие услуги позволяют упростить и сделать более надежным заключение сделки.

Новые виды услуг предлагает самая крупная компания страны Брокеркредитсервис: «Финансовый советник» и «Единый брокерский счет». Услуга «Финансовый советник» — это комбинация двух форм работы. Решение о тех или иных действиях принимает сам клиент, но при этом он основывается на консультациях своего пер-

сонального «финансового советника» (сотрудника отдела управления активами) — профессионального трейдера, постоянно находящегося «на рынке». Минимальная сумма и стоимость услуги 10 000 долл. (в рублях) или стоимость портфеля по рыночным ценам. Услуга «Единый брокерский счет» позволяет клиенту одновременно осуществлять сделки на четырех площадках: ММВБ (фондовая секция), ММВБ (государственные бумаги), РТС-СПФБ и РТС — биржевой, независимо от того, на какой площадке в данный момент находятся свободные денежные средства.

Особое место среди услуг, предлагаемых российскими брокерскими компаниями, является система интернет-трейдинга **QUIK**¹, введенная в декабре 1999 г. Интернет-трейдинг — это современная технология заключения сделок с ценными бумагами, которая позволяет компании-брокеру автоматически обслуживать неограниченное количество клиентов, направляя информацию об их заявках непосредственно в торговую систему биржи.

Функции системы QUIK:

- доступ к торгам на ведущих торговых площадках;
- получение биржевой информации в режиме реального времени, включая очереди котировок ценных бумаг;
- обеспечение участника торгов информацией о собственных заявках и сделках;
- сбор поручений и их передача в торговую систему биржи;
- подача стоп-заявок, отложенных заявок;
- маржинальное кредитование и автоматический контроль заданных лимитов кредитования;
- поддержка торговых операций на внебиржевом рынке;
- защита передаваемой информации от постороннего вмешательства;
- графическое отображение динамики торгов по любым выбранным биржевым инструментам и их параметрам;
- динамический экспорт полученной информации в MS Excel и системы технического анализа;
- доступ к новостным лентам информационных агентств;
- обмен текстовыми сообщениями с администратором системы и другими пользователями.

Информационное взаимодействие между брокером и клиентами осуществляется через Интернет, что существенно увеличивает скорость оформления и исполнения приказов клиентов. QUIK позволяет интегрировать в одном терминале клиента такие торговые системы, как ММВБ, фондовая секция (акции, корпоративные облигации, ГКО—ОФЗ); ММВБ, производные (фьючерсы на валюту, индексы,

¹ Система автоматизированного сбора заявок клиента (информационно-торговая система QUIK).

акции)¹; РТС: акции, облигации, акции Газпрома; срочная Фондовой биржи РТС (ФОРТС).

Развитие интернет-технологий позволяет клиентам проводить любые операции с акциями в режиме реального времени и оперативно отслеживать свой портфель. Клиент самостоятельно готовит заявку к вводу в торговую систему ММВБ, а сервер БК проверяет ее корректность, после чего автоматически передает в торговую систему биржи. Время от подачи такой заявки до ее появления в торговой системе составляет 1—2 секунды, что особенно важно при быстром изменении рыночной конъюнктуры. Информацию о ходе торгов клиент может получать через Интернет прямо из торговой системы срочного рынка РТС (FORTS): итоги торгов фьючерсами за предыдущий день, итоги торгов опционами за предыдущий день, ход торгов фьючерсами и опционами — с 15-минутной задержкой.

Система имеет возможность выводить данные непосредственно из клиентского терминала в системы технического анализа и др.

Подключение к системе интернет-трейдинга, использование и доступ к информационным ресурсам организаторов торговли и/или информационных агентств в БК, как правило, осуществляется бесплатно.

Нормативная база брокерских компаний РФ. Деятельность брокерских компаний на российском рынке ценных бумаг регулируется рядом законодательных и нормативных документов². Предъявляемые

¹ Использовать интернет-трейдинговую систему QUIK стало возможным благодаря введению в эксплуатацию ММВБ так называемого шлюза — программно-аппаратного комплекса, позволяющего клиентам брокерских компаний самостоятельно торговать в фондовой секции ММВБ от лица брокера.

Все документы по состоянию на сегодняшний день: Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»; Порядок лицензирования видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации, утвержденный постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 15 августа 2000 г. № 10; Положение о лицензировании различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации, утвержденное постановлением ФКЦБ России от 23 ноября 1998 г. № 50; Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 11 октября 1999 г. № 9 «Об утверждении Правил осуществления брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации»; Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 23 апреля 2003 г. № 03-22/пс «О нормативах достаточности собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг»; 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), утвержденные постановлением ФКЦБ от 13 августа 2003 г. № 03-37/пс и др. Для более детальной регламентации лицензирования профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг на уровне субъектов РФ принимаются свои правовые акты. Так, в Москве действует распоряжение мэра г. Москвы от 28 декабря 1999 г. № 1514-РМ «О мерах по контролю в процессе лицензирования за соблюдением законодательства о рынке ценных бумаг».

к брокерским фирмам требования касаются их финансово-экономического состояния, а также уровня квалификации руководителей и специалистов данных организаций. К квалификационным требованиям, предъявляемым к деятельности БК ФР, относятся наличие:

- в штате специалистов с квалификационными аттестатами;
- в штате сотрудника, имеющего высшее юридическое образование и удовлетворяющего квалификационным требованиям Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР), для контроля за соответствием деятельности фирмы требованиям российского законодательства;
- минимума законодательно установленного собственного капитала, необходимого для исполнения материальной ответственности перед инвесторами;
- разработанной системы учета и отчетности, точно и полно отражающей операции с ценными бумагами.

Рынок ценных бумаг — одна из наиболее ликвидных, но и рискованных сфер деятельности. Рискованные операции брокерских компаний за короткое время могут неблагоприятно отразиться на финансовом состоянии ее клиентов и привести их к неплатежеспособности. Для реальной защиты их интересов государство предусматривает ограничения по уровню рисков. В соответствии с п. 3 ст. 44 Закона ФКЦБ России устанавливаются обязательные для профессиональных участников рынка (за исключением кредитных организаций) нормативы достаточности собственных средств и иные показатели, ограничивающие риски по операциям с ценными бумагами.

Основное финансовое требование относится к размеру собственных средств брокера. Их достаточность определяется постановлением ФКЦБ России.

С 1 января 2008 г. увеличены нормативы средств профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, которыми они должны обладать в целях снижения рисков своей профессиональной деятельности. В частности, норматив достаточности собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих дилерскую деятельность, составляет 5 млн руб., брокерскую деятельность — 10 млн, клиринговую — 30 млн, депозитарную — 40 млн. Деятельность фондовой биржи должна быть подкреплена суммой собственных средств в 100 млн руб., а с 1 января 2009 г. — суммой в 120 млн.

На сегодня приказ ФСФР определяет: для того чтобы участники смогли снизить нормативы достаточности собственных средств, необходимы два условия:

- заключить договор страхования ответственности и ходатайства саморегулируемой организации;

- снижение норматива не может превышать 20% и быть выше 25% страховой суммы. В страхование ответственности должны входить электронные и компьютерные преступления, частичная или полная утрата архива и противоправные действия работников профучастника.

Риск материальных потерь дилеров, которые заключают сделки на фондовом рынке за счет собственных средств, лежит исключительно на них самих.

Для российских брокерских компаний регулируются и совместимые виды деятельности. В соответствии с законодательством брокерским компаниям допустимо совмещать брокерскую, дилерскую деятельность, деятельность по управлению ценными бумагами, депозитарную деятельность и деятельность по совершению фьючерсных, опционных и иных видов сделок.

Все виды деятельности брокерских компаний должны быть лицензированы. Чтобы пройти сложную процедуру **лицензирования**¹, брокерские компании представляют в лицензирующий орган (ФСФР или для кредитных организаций — в Центральный банк) следующие документы:

- заявление на выдачу лицензии;
- анкету с данными соискателя;
- копию документа о государственной регистрации соискателя;
- документ, подтверждающий постановку соискателя на учет в налоговом органе;
- копию платежного документа, подтверждающего внесение платы за рассмотрение заявления на выдачу лицензии в размере трехкратного МРОТ;
- копию бухгалтерского баланса и аудиторского заключения;
- расчет размера собственных средств на последнюю отчетную дату;
- копии документов, подтверждающие соответствие работников соискателя квалификационным требованиям ФСФР России;
- копию положения о внутреннем контроле, утвержденного в установленном соискателем порядке.

Дополнительно к общему перечню документов представляются правила ведения внутреннего учета, документы о наличии в штате сотрудника, ответственного за ведение системы внутреннего учета

¹ В настоящее время выдаются следующие виды лицензий на осуществление брокерской деятельности: по операциям с ценными бумагами, со средствами юридических, физических лиц, по операциям с государственными ценными бумагами, ценными бумагами Российской Федерации и муниципальных образований. Для получения лицензии на работу с физическими лицами необходим двухлетний опыт брокерской деятельности по обслуживанию юридических лиц.

и внутренней отчетности. Существуют дополнительные требования к пакету документов для соискателей — акционерных обществ, а также для соискателей, совмещающих разные виды профессиональной деятельности. Последним необходимо представить в лицензирующий орган копию документа о мерах по снижению рисков совмещения различных видов профессиональной деятельности, разработанного в соответствии с требованиями уполномоченного органа. Есть еще одно косвенное требование для получения лицензии: это обязательное членство организации — соискателя брокерской лицензии в саморегулируемой организации, которое нарушает право на добровольное объединение в ней.

Таков общий порядок подачи документов для соискателей лицензии. Однако, если брокерская компания является членом саморегулируемой организации профессиональных участников рынка ценных бумаг, она должна сначала обратиться с ходатайством о выдаче лицензии в данную организацию, и на основании этого уполномоченный орган уже будет решать, выдать соискателю лицензию или нет.

С 2007 г. в соответствии с приказом ФСФР России «О внесении изменений в Порядок лицензирования видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг» изменяется состав документов, представляемых для получения лицензии, а также порядок рассмотрения документов и выдачи лицензии. Соискатель лицензии вправе подать документы в саморегулируемую организацию для получения ходатайства о выдаче лицензии. При выборе саморегулируемой организации соискатели обычно исходят из того, членами какой саморегулируемой организации они хотят стать после получения лицензии. Соискатели вольны выбирать, будут ли они обращаться в саморегулируемую организацию или обратятся за лицензией в ФСФР напрямую.

Саморегулируемые организации берут на себя не только экспертизу лицензионных документов, но и помогают их составить и, убедившись в том, что подготовленный комплект соответствует установленным требованиям, отправляют его в Федеральную службу. Саморегулируемая организация, выдавшая ходатайство о выдаче лицензии, вправе направить документы в лицензирующий орган. Ходатайство саморегулируемой организации о выдаче лицензии включено в состав документов для получения лицензии и при его наличии представляется в лицензирующий орган. Изменения, вводимые приказом, заключаются в том, что теперь, после проверки документов, саморегулируемая организация будет направлять в ФСФР письмо-ходатайство, которым будет подтверждаться то, что лицензионные документы проверены на соответствие нормативным требованиям.

При наличии такого ходатайства документы соискателя будут рассматриваться службой не в течение месяца, как сейчас, а в течение 15 дней. Это облегчает лицензионный процесс для компаний-соискателей, поскольку теперь после того, как саморегулируемая организация провела экспертизу документов, они **гораздо** быстрее будут рассматриваться ФСФР. Сокращение сроков рассмотрения Федеральной службой лицензионных документов при наличии ходатайства саморегулируемой организации, по существу, означает лишь выборочную проверку комплектов документов, прошедших экспертизу. В этом смысле поправка приводит к реальному участию саморегулируемой организации в лицензионном процессе. В настоящее время сроки рассмотрения документов лицензиата саморегулируемой организацией не регламентируются. На практике они обычно не превышают месяца. Сроки зависят от того, пользуется соискатель типовыми документами или готовит их самостоятельно. В последнем случае приходится дольше ждать их экспертизы и вносить правки. Критерии выдачи ходатайства саморегулируемой организации стандартные: полное соответствие комплекта документов установленным законодательством и нормативными актами ФСФР России лицензионным требованиям.

Кроме того, в документе устанавливаются сроки рассмотрения документов. Лицензирующий орган рассматривает документы и принимает решение о выдаче лицензии или об отказе в выдаче лицензии в срок, не превышающий 30 рабочих дней. При наличии ходатайства саморегулируемой организации решение принимается в срок, не превышающий 15 рабочих дней. При наличии у соискателя лицензии сроком действия 3 года лицензирующий орган рассматривает представленные документы и принимает решение в срок, не превышающий 15 рабочих дней со дня их представления, а при наличии ходатайства саморегулируемой организации документы рассматриваются в течение 10 рабочих дней.

Прежде чем получить лицензию, брокерская компания оплачивает лицензионный сбор (по лицензии на осуществление брокерской деятельности в 150 размеров минимальной месячной оплаты труда (ММОТ), а на осуществление дилерской деятельности — 8 тыс. размеров ММОТ).

Если соискатель лицензии впервые получает право работы на рынке ценных бумаг и на момент получения лицензии брокерская деятельность будет единственным видом профессиональной деятельности для лицензиата, то срок действия такой лицензии не ограничен. Если лицензируемая деятельность дополнительная, лицензия действительна в течение 3 лет.

1 В случае неоднократного нарушения правил работы на рынке ценных бумаг лицензия может быть аннулирована. Основанием для Приостановления действия лицензии являются нарушения:

- юридические — требований законодательства о ценных бумагах; обнаружение недостоверных или вводящих в заблуждение данных о документах брокера; наличие в отчетности недостоверной или неполной информации;
- финансово-экономические — нарушения требований к размеру собственного капитала;
- процедурные — нарушение сроков, устанавливаемых уполномоченным органом для устранения выявленных нарушений; неоднократное нарушение порядка и формы представления отчетности и информации; несвоевременное исполнение предписаний уполномоченного органа; осуществление противодействия при проведении проверок деятельности брокера;
- функциональные — совершение брокером сделок в свою пользу при наличии конфликта интересов брокера и его клиентов; осуществление брокером тех видов профессиональной деятельности, совмещение которых не предусмотрено нормативными актами; неосуществление брокером операций с ценными бумагами в течение 6 месяцев.

Для избежания дестабилизации российского фондового рынка, а также ограждения от неблагоприятных последствий всех его субъектов за деятельностью брокерских компании проводится контроль. В российской практике используются следующие формы контроля за деятельностью брокерских компании:

- ежеквартальные отчеты, включающие информацию об итогах их финансово-хозяйственной деятельности за истекший квартал, об объеме и количестве заключенных ими сделок и иную информацию по установленной форме;
- отчеты перед саморегулируемыми организациями;
- отчеты о произведенных операциях с ценными бумагами перед клиентами;
- проведение плановых и внеплановых, а также комплексных и совместных инспекционных проверок организаций-брокеров.

За нарушение брокерскими компаниями законодательства о рынке ценных бумаг уполномоченные на то органы применяют меры юридического воздействия в виде приостановления действия или аннулирования брокерской лицензии.

Брокерские компании, действие лицензии которых приостановлено, обязаны в течение установленного срока устранить нарушения и представить об этом отчет в лицензирующий орган. При положительных результатах рассмотрения отчета брокера действие приостановленной лицензии может быть возобновлено.

Помимо применения мер юридического воздействия государство активно использует и финансовые санкции. Они предусматривают:

- выплаты штрафов за нарушение прав инвесторов, суммы штрафов распределяются по бюджетам разных уровней;
- наложение административного штрафа за незаконные сделки с ценными бумагами, совершенные профессиональными участниками рынка ценных бумаг, в размере от 20 до 30 МРОТ для должностных лиц и от 200 до 300 МРОТ для юридических лиц.

Кроме того, существует гражданско-правовая и уголовная ответственность брокера, включающая полное возмещение причиненных клиенту убытков. Уголовно наказуемым преступлением является, например, сбыт поддельных ценных бумаг. За такие действия предусмотрено наказание в виде лишения свободы на срок от 5 до 8 лет с конфискацией имущества и без. Уголовно наказуемым преступлением является и предоставление заведомо неполной, ложной информации, а также злостное уклонение от предоставления информации инвестору или контролирующему органу, содержащей данные об эмитенте, деятельность которого причинила крупный ущерб.

Актуальной задачей в регулировании брокерских компаний сегодня является повышение их финансовой стабильности. Надежность брокеров как профессиональных участников фондового рынка, когда они в качестве финансовых посредников оперируют значительными капиталами (в том числе средствами населения) и берут на себя значительные риски, требует обеспечения. В России деятельность финансовых посредников сейчас регулируется лишь двумя нормативами, которые можно отнести к категории пруденциального надзора. Это R1 (размер максимально допустимой задолженности всех клиентов перед брокером) и R2 (размер максимально допустимой задолженности одного клиента перед брокером), которые связаны с маржинальными операциями. Другие нормативы, которые были бы непосредственно связаны с рисками операций, осуществляемых конкретным брокером, отсутствуют. Существующие требования к собственным средствам можно воспринимать лишь как входной билет на финансовый рынок. Но ничего общего с финансовой стабильностью они не имеют, поэтому в соответствии с рекомендациями международной организации регуляторов фондового рынка IOSCO по вопросам надзора и опытом Евросоюза предполагается введение дополнительных нормативов деятельности брокерских компаний. В соответствии с европейской директивой существуют группы рисков. Это риски позиций, расчетов, контрагентов, валютный риск, каждый из которых имеет свои особенности расчета. При оценке учитывается, с какими инструментами име-

ет дело конкретная финансовая организация: с акциями, облигациями или производными инструментами. Риски контрагентов оцениваются с учетом того, сколько времени прошло с тех пор, как контрагенты должны были выполнить свои обязательства, но не выполнили. Все эти риски определенным образом взвешиваются и сопоставляются с величиной капитала.

За соблюдением нормативов необходим контроль. Зачастую по формальным признакам брокерская **организация**, как и любая финансовая организация, может казаться стабильной и состоятельной, но на самом деле двигаться к несостоятельности, поэтому требуются институты кураторства либо, в кризисных ситуациях, а интересы рынка требуют не допустить системного кризиса, — введение временной администрации.

Поэтому на рынке ценных бумаг ФСФР формируется концепция пруденциального надзора, которая должна быть введена в 2008 г. Пруденциальный надзор над брокерским бизнесом будет включать систему нормативов, позволяющих оценивать риск и управлять им в деятельности финансовой организации, а также систему мер, позволяющих обеспечить соблюдение таких нормативов, а в случае их нарушения — исправить ситуацию. При введении новых нормативов будет предусмотрен срок, в течение которого все профессиональные участники приведут свою деятельность в соответствие с постепенно повышающимися к ним требованиями.

22.7. Листинг в системе фондовой торговли

Процедура листинга служит одним из главных инструментов контроля за качеством и ликвидностью ценных бумаг, обращающихся на фондовой бирже и организованных вторичных внебиржевых рынках. Качество и ликвидность — показатели, на которые ориентируются инвесторы при работе на фондовом рынке. Поэтому важной функцией биржи (организатора торговли) является контроль за соответствием показателей эмитента и его ценных бумаг требованиям российского законодательства и нормативным документам Федеральной службы по финансовым рынкам РФ (ФСФР), а также раскрытие этой информации участникам фондовых сделок.

В целях сравнения рассмотрим основы организации листинга в странах — членах ЕС. Здесь существуют три основные директивы, регулирующие деятельность фондовых бирж. «Директива об условиях допуска к официальному биржевому листингу» предусматривает установление минимальных условий для допуска ценных бумаг к листингу на фондовых биржах стран ЕС. «Директива о сведениях для листинга» координирует требования разных стран по раскрытию информации эмитентами ценных бумаг, принимаемых к листингу.

Сведений должно быть достаточно для объективной оценки инвесторами финансового положения и перспектив развития эмитента. «Директива о промежуточных отчетах» требует обязательного представления дважды в год отчета о деятельности эмитента за предшествующий период.

Тем не менее европейский биржевой фондовый рынок, по существу, состоит из групп национальных фондовых бирж, деятельность каждой из них регулируется собственными правилами и многочисленными государственными и негосударственными органами. В 1999 г. в ЕС был учрежден «Форум европейских комиссий по ценным бумагам», однако он наделен лишь консультативными функциями и не имеет **регулирующих** полномочий. В то же время здесь наблюдается тенденция интернационализации института фондовой биржи. В качестве примера можно назвать слияние Лондонской фондовой биржи с Немецкой биржей (Франкфурт-на-Майне), происшедшее в 2000 г.

В Российской Федерации система листинга и ее развитие в настоящее время во многом соответствуют требованиям Международной организации регуляторов рынка ценных бумаг и международной практике. Помимо Закона «О рынке ценных бумаг» эти вопросы регулируются также нормативными документами ФСФР, в частности Положением о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг. Документом, по существу, установлен системный подход к снижению инвестиционных рисков путем формирования котировальных листов биржи в зависимости от степени надежности тех или иных фондовых инструментов. К биржевым торгам могут допускаться эмиссионные ценные бумаги в процессе их размещения и обращения, а также иные ценные бумаги, в частности инвестиционные паи, в процессе их выдачи и обращения.

Контроль за деятельностью эмитентов, чьи ценные бумаги котируются на бирже, осуществляется с позиций выполнения следующих главных условий: раскрытия информации, соблюдения минимальных размеров стоимости чистых активов и совокупной рыночной стоимости ценных бумаг, соблюдения требований Кодекса корпоративного поведения и др. Контроль осуществляется отдельным специальным подразделением биржи.

Кодекс корпоративного поведения разработан при участии еще ФКЦБ и рекомендован ею к применению на рынке ценных бумаг с 2000 г. Однако его положения не обязательны.

Осуществляя свою деятельность при посредничестве фондовой биржи, инвестор должен иметь максимально полную информацию об эмитенте и его ценных бумагах. Листинг гарантирует инвестору определенный уровень качества ценных бумаг. Для упрощения его

работы с биржей котировальные листы делятся на категории, каждой из которых соответствует определенный уровень качества и ликвидности ценных бумаг (табл. 22.2).

Таблица 22.2. Сравнительные характеристики требований котировальных листов

Критерий листинга	Категории котировальных листов		
	«А» первого уровня	«А» второго уровня	«Б»
<i>Качественные показатели</i>			
Срок деятельности эмитента	Не менее 3 лет	Не менее 1 года	
Количество акционеров	Не менее 1000	Не менее 500	
Стоимость чистых активов	Не менее 500 млн руб.	Не менее 50 млн руб.	
<i>Показатели ликвидности</i>			
Среднемесячный объем сделок с ценными бумагами за последние 6 месяцев	Акции — не менее 2 млн руб.	Акции — не менее 1 млн руб.	Акции — не менее 400 тыс. руб.
	Облигации — не менее 400 тыс. руб.	Облигации — не менее 200 тыс. руб.	Облигации — не менее 100 тыс. руб.
	Инвестиционные паи — не менее 200 тыс. руб.	Инвестиционные паи — не менее 100 тыс. руб.	Инвестиционные паи — не менее 50 тыс. руб.

Особое значение имеет контроль фондовой биржи за соблюдением эмитентами норм корпоративного поведения. Раскрытие этой информации не менее важно для инвесторов при принятии ими инвестиционных решений. В настоящее время в соответствии с требованиями ФСФР всеми фондовыми биржами включены в «Правила допуска к обращению и исключения из обращения ценных бумаг» следующие требования:

- для включения и поддержания ценных бумаг в котировальных листах категории «А» первого уровня необходимо соблюдение эмитентами Кодекса корпоративного поведения в целом;
- для включения и поддержания ценных бумаг в котировальных листах категории «А» второго уровня необходимо соблюдение эмитентами гл. 7 Кодекса;
- эмитенты, ценные бумаги которых включены в котировальные листы категории «А», обязаны представлять организатору торговли, в частности фондовой бирже, информацию, раскрываемую в соответствии с требованиями гл. 7 Кодекса.

Эти требования действуют при осуществлении процедуры листинга и в течение всего времени пребывания ценных бумаг в указанных категориях котировальных листов. Несоблюдение эмитентами этих требований дает основание для отказа во включении их ценных бумаг в котировальные листы, а также для проведения процедуры делистинга.

Порядок контроля устанавливают «Методические рекомендации по осуществлению организаторами торговли на рынке ценных бумаг контроля за соблюдением акционерными обществами положений Кодекса корпоративного поведения», утвержденные ФСФР. В них определены основные контролируемые биржей положения Кодекса, перечень которых по усмотрению организатора торговли может быть расширен.

Для реализации текущего мониторинга и контроля за соблюдением эмитентами — акционерными обществами положений Кодекса организатор торговли обязан:

- наделить необходимыми полномочиями существующее структурное подразделение, отвечающее за проведение листинга и делистинга;
- установить в «Правилах допуска к обращению и исключения из обращения ценных бумаг» нормы контроля за соблюдением акционерными обществами положений Кодекса.

Текущий мониторинг осуществляется организатором торговли не реже одного раза в месяц, а также непосредственно по итогам существенных событий, происшедших в деятельности эмитентов. Сведения для этого могут быть получены из средств массовой информации или другими способами. Эмитентам рекомендовано раскрывать эту информацию организаторам торговли, в частности фондовой бирже. Информацию о результатах контроля за соблюдением положений Кодекса организаторам торговли рекомендовано раскрывать всем заинтересованным лицам, в частности ФСФР, в порядке, установленном нормативными правовыми актами. При этом большое значение имеют сведения о степени соответствия раскрываемой информации требованиям Международных стандартов финансовой отчетности.

ФСФР стремится стимулировать организаторов торговли и эмитентов включать ценные бумаги в котировальные листы. Перспективные направления этой деятельности:

- допуск ценных бумаг к размещению и обращению на зарубежных рынках только при условии прохождения эмитентами листинга у российских организаторов торговли;
- предоставление возможности профессиональным участникам фондового рынка совершения срочных и маржинальных сделок только при условии высокой ликвидности ценных бумаг

и включения их в котировальный лист хотя бы одной из бирж (организатора торговли);

- ограничение возможности размещения активов институциональных инвесторов (пенсионных и инвестиционных фондов, страховых компаний и др.) в ценные бумаги, не прошедшие процедуры листинга;
- предоставление эмитентам права выпуска краткосрочных корпоративных облигаций без государственной регистрации только при условии успешного прохождения листинга другими, ранее выпущенными ими ценными бумагами;
- принятие порядка, позволяющего при расчете размера собственных средств эмитента учитывать только ценные бумаги, прошедшие листинг.

Таким образом, в Российской Федерации в настоящее время совершенствуется практика предъявления к эмитентам четких, формализуемых и легко проверяемых биржами требований. Это позволяет обеспечивать достаточно высокий уровень надежности и ликвидности ценных бумаг, прошедших листинг и включенных в котировальные листы. Остальные ценные бумаги, качество которых ниже, сохраняют возможность обращения на бирже. Однако сделки с ними не включаются в объемы биржевых торгов, а информация о них не имеет статуса признаваемой котировки и не может вводить в заблуждение инвесторов.

22.8. Развитие рынка IPO в Российской Федерации

В последнее время в качестве альтернативы традиционным способам финансирования инвестиций все больше российских акционерных компаний рассматривают привлечение капитала путем первичного публичного размещения акций (initial public offering, IPO): первой открытой продажи компанией акций на фондовых биржах. IPO — это тип первичного размещения, которое происходит всякий раз, когда компания продает новые акции. Вторичное размещение — открытая продажа ранее выпущенных ценных бумаг. К IPO прибегают компании, достигшие определенного этапа в процессе развития, которым требуется существенный приток финансов для поддержания процесса развития и выхода на новый уровень.

В российской практике понятие IPO рассматривается значительно шире. Под IPO понимается не только первичное публичное размещение акций, но и другие виды публичного размещения:

- частное размещение среди узкого круга заранее отобранных инвесторов получением листинга на бирже (private offering, PO);

- размещение компаний, чьи акции уже торгуются на бирже, дополнительного выпуска акций на открытом рынке — так называемое доразмещение, или вторичное публичное размещение (follow-on, или primary public offering, PPO);
- публичная продажа крупного пакета действующими акционерами (secondary public offering, SPO);
- публичные размещения от эмитента (и силами эмитента) напрямую первичным инвесторам, минуя биржевой рынок (direct public offering, DPO).

Основные признаки IPO:

- IPO может происходить как в результате эмиссии дополнительных акций, так и в результате продажи акций, принадлежащих акционерам компании. Если компания планирует с помощью IPO привлечь инвестиции, то IPO сопровождается дополнительной, вторичной, эмиссией акций компании;
- предложение инвесторам обыкновенных акций компании;
- увеличение капитала компании происходит за счет оплаты выпуска дополнительных акций денежными средствами, и это позволяет компании получить финансовые ресурсы на инвестиционные проекты;
- открытая продажа означает, что размещение акций компании в ходе эмиссии осуществляется по открытой подписке, т.е. размещение происходит среди неограниченного круга инвесторов;
- для наибольшего привлечения потенциальных инвесторов, компании обычно проводят IPO на торгах фондовых бирж и/или иных организаторов торговли, а также с использованием сети Интернет;
- к организации IPO и размещению акций компании среди инвесторов привлекаются финансовые консультанты, андеррайтеры и иные посредники.

IPO имеет определенные преимущества по сравнению с другими источниками финансирования: возможность привлечь дополнительный акционерный капитал, улучшить финансовое положение компании, снизить зависимость от долговых источников финансирования, проводить последующие эмиссии акций и более дешевые заимствования на финансовых рынках.

Основные положительные аспекты проведения IPO для акционерных компаний:

- получение доступа к фондовому рынку как источнику привлечения долгосрочного капитала;
- повышение ликвидности акций компании;

- получение компанией рыночной стоимости и повышение ее капитализации;
- обеспечение лучших условий для сохранения контроля за компанией;
- повышение общего статуса, кредитного рейтинга и престижа компании.

Таким образом, для компании привлечение капитала на долгосрочной основе — не единственная цель проведения размещения. Помимо привлечения денежных ресурсов, которые направляются на финансирование различных инвестиционных проектов или другие цели, включая слияние и поглощения, IPO используется как эффективный инструмент структурирования бизнеса. IPO может проводиться в целях продажи бизнеса, погашения или реструктуризации задолженности, получения объективной рыночной оценки и реализации конкурентных преимуществ. Отдельные компании заявляют о планах проведения IPO только с целью поднять интерес к своим бумагам. Рост числа IPO на зарубежных фондовых рынках существенно содействует активизации российских эмитентов в направлении проведения IPO.

Предоставляя компании возможность развиваться в новом статусе публичной компании, IPO имеет не только преимущества, но и недостатки, проявляющиеся в том, что оно приводит к размыванию капитала, снижению контроля над компанией прежними акционерами, требует от компании раскрытия весьма значительного объема информации как в ходе подготовки, так и после обретения статуса публичной компании. Привлеченный в ходе IPO акционерный капитал — один из самых дорогих источников финансирования инвестиций, и затраты на IPO значительно выше, чем эмиссия облигации.

Осуществление IPO — многоступенчатый и относительно продолжительный процесс. Средний срок между принятием решения о возможном первоначальном размещении и началом биржевых торгов для российских компаний обычно составляет около двух лет, а при выходе на международные фондовые биржи — до четырех лет. За этот период необходимо обеспечить юридическую прозрачность и транспарентность компании, подтвердить репутацию надежного заемщика (провести программы облигационных займов), повысить известность компании на рынке, где будет проводиться Размещение.

Последовательность проведения IPO эмитентом и другими участниками этого процесса представлена в табл. 22.3.

Таблица 22.3. Последовательность проведения IPO

Содержание этапа IPO	Основные участники
1. Разработка стратегии выхода на фондовый рынок	Эмитент
2. Выбор ведущего менеджера IPO, юридического консультанта, аудитора и PR-агентства	Эмитент
3. Проведение комплексной юридической проверки	Юридические консультанты
4. Создание понятной структуры собственности	Эмитенты и юристы
5. Совершенствование корпоративной структуры, в том числе управленческой	Эмитент
6. Приведение бухгалтерской отчетности в соответствие с общепринятыми стандартами	Эмитент
7. Аудит финансовой отчетности	Аудитор
8. Аналитическое исследование рынка	Ведущий менеджер
9. Построение финансовой модели компании	Ведущий менеджер
10. Определение параметров размещения	Эмитент и ведущий менеджер
11. Подготовка и регистрация эмиссионных документов, включая проверку финансового состояния эмитента	Эмитент и юристы
12. Подбор соменеджеров размещения	Эмитент и ведущий менеджер
13. PR-кампания	PR-агентства
14. Создание аналитических отчетов и презентаций для инвесторов	Ведущий менеджер и соменеджеры
15. Дорожное шоу ¹	Эмитент, ведущий менеджер и соменеджеры
16. Сбор заявок на акции	Ведущий менеджер и соменеджеры
17. Распределение акций среди инвесторов	Ведущий менеджер
18. Размещение акций на бирже	Эмитент, ведущий менеджер и юристы
19. Подготовка вторичного рынка акций	Ведущий менеджер и соменеджеры

Источник: Никифорова В., Макарова В., Волкова Е. IPO — путь к биржевому рынку. СПб.: Питер, 2008.

¹ Дорожное шоу (англ. road show) — элемент практической подготовки компании-эмитента при первичном публичном размещении (IPO). Это серия встреч с потенциальными инвесторами и аналитиками в ключевых городах мира. Как правило, проводится в странах с наиболее развитым фондовым рынком: в США, Великобритании, Германии.

Процесс IPO обычно включает подготовительный этап, этап размещения, этап работы с инвесторами после размещения. Особенности и конкретные сроки этапов могут меняться, однако сама последовательность процесса остается постоянной. На каждом этапе формируются слагаемые цены размещения акций компании. Процесс публичного размещения акций продолжителен и требует от эмитента определенных затрат. Для успешного осуществления IPO организаторам важно обеспечить высокий уровень подготовки к публичному размещению акций компании.

В общем виде подготовительный этап, т.е. подготовка эмиссионных документов, состоит в следующем: компания, андеррайтер и консультанты готовят подробное описание бизнеса и несколько вариантов проспектов, которые в конечном итоге будут представлены в ведомство, регулирующее фондовый рынок в России, ФСФР и потенциальным инвесторам в напечатанном виде как законченный проспект эмиссии.

Предварительный проспект эмиссии содержит необходимую для инвесторов информацию о компании: финансовую отчетность за последние пять лет, описание целевого рынка компании, конкурентов, стратегии развития, команды менеджеров и пр. Важность надлежащего раскрытия информации обусловлена не только возможностью управления капитализацией компании после IPO, но и законодательными требованиями. В зарубежной и российской практике закон устанавливает ответственность руководителя и финансового директора, непосредственно заверяющих отчетность перед представлением ее в регистрирующий орган, за корректировку финансовой информации компанией-эмитентом, вплоть до уголовной. Финансовая информация, подлежащая раскрытию, включает не только подробные отчеты, но и данные обо всех крупных сделках, не отраженных в балансе компании, результаты и отчеты обо всех внутренних проверках и нормы корпоративной этики. Одновременно андеррайтеры должны провести проверку финансового состояния и перспектив компании-эмитента (due diligence).

Для публичного размещения требуется участие не одного, а нескольких консультантов; их работу координирует ведущий менеджер. Для оптимизации работы участников эмиссионного синдиката и выполнения этой работы в максимально сжатые сроки образуют рабочие группы, которые организуют деятельность синдиката. Группа оценки и экономического анализа объединяет эмитента, андеррайтеров и аудитора эмитента. Эта группа обеспечивает подготовку бизнес-плана размещения, проводит экономический анализ, оценку компании и экспертизу бизнес-плана. Группа по проверке финансового состояния и подготовке документов включает эмитента, ан-

деррайтеров и юридических консультантов. Специалисты этой группы должны в надлежащие сроки провести всестороннее исследование достоверности предоставляемой информации. Они также занимаются составлением необходимой для листинга документации, организуют издание проспекта эмиссии, его регистрацию в органах исполнительной власти — ФСФР, а по итогам выпуска — составление и регистрацию отчета о выпуске.

Маркетинговая группа объединяет эмитента, андеррайтеров, юридических консультантов и специалистов по PR. В компетенцию этой группы входит разработка мероприятий, подчеркивающих инвестиционную привлекательность эмитента на бирже, организация презентаций. Эмитент вместе с ведущим андеррайтером определяет существенные условия размещения: цену, площадь, число акций, разрабатывает бизнес-план, информационный меморандум, проводит необходимые оценочные мероприятия и экспертизы.

Как правило, за полгода до осуществления IPO начинается активная рекламная кампания, включающая публикации аналитических статей об уже обращающихся ценных бумагах компании-эмитента, перспективах ее развития и других аспектах. Проводятся пресс-конференции и интервью с руководством компании-эмитента с целью обеспечить инвесторов необходимой информацией и повысить их интерес к ее акциям. В западной практике компании, осуществляющие IPO, практикуют проведение презентаций для крупных институциональных инвесторов — инвестиционных фондов, страховых компаний.

Эффективно проведенная PR-кампания способствует формированию положительного имиджа эмитента. Такая кампания проводится представителями компании-эмитента с привлечением независимых экспертов. В российской практике информационное сопровождение IPO — новая сфера деятельности средств информации. Опыт показывает, что именно от качества подготовки аналитических статей, презентаций во многом зависит успех публичного размещения ценных бумаг.

После завершения презентации для институциональных инвесторов и аналитиков руководство компании встречается с менеджерами и другими членами эмиссионного синдиката для согласования окончательного объема выпуска и цены акций (цены предложения). Цена и объем определяются исходя из ожидаемого спроса на акции компании, который зависит от ситуации на фондовом рынке, от отношения цены акции к доходу, а также ряда других факторов: изменения прибыли, которые могут произойти в ходе IPO, прогнозируемой нормы прибыли и нормы прибыли за предыдущие периоды. Еще одним фактором является размывание капитала — вероят-

ность уменьшения стоимости пакета акций существующих акционеров. На цену акций оказывает влияние также и то, насколько компания подвержена влиянию конкурентов, качество управления компанией, сумма размещения и возможная принадлежность к отрасли, которая в данный момент находится на подъеме.

Обычно андеррайтеры рекомендуют компаниям назначать такую цену, чтобы возник ликвидный вторичный рынок акций. Установление цены, которая сможет на вторичном рынке несколько вырасти, стимулирует интерес инвесторов к акциям. На зарубежных рынках при падении цены акций на вторичных торгах ниже цены размещения IPO велика вероятность предъявления исков к компании за убытки, понесенные инвесторами в связи с недостаточным раскрытием в проспекте эмиссии информации о рисках инвестирования в компанию.

Не ранее чем через два дня после выпуска окончательной версии проспекта акций компании объявляется о вступлении IPO в силу (обычно в конце биржевого дня). Определенное число акций компании распределяется между членами эмиссионного синдиката, брокерами и их клиентами. Торговля акциями компании на бирже начинается на следующий день после объявления IPO. Ведущий андеррайтер отвечает за организацию стабильной торговли и обеспечение ценовой стабилизации акций компании.

В «Стандартах эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг» сохраняется требование государственной регистрации отчета о выпуске ценных бумаг в ФСФР, без которого акции не будут допущены к включению в котировальные листы и обращению на бирже. В случае успешной регистрации отчета торговля акциями на бирже начинается.

После установления цены предложения ведущий менеджер определяет, каким образом будут распределяться акции между инвесторами, подавшими заявки. Обычно только небольшая часть инвесторов (около 5%) получают столько акций, сколько указано в заявке, примерно до 30% инвесторов не получают акций вообще. Преимущество в приобретении акций отдается инвесторам, кто в заявке указали максимальную цену, а не только число акций без указания цены. Также пропорционально большее число акций выделяется инвесторам, кто несколько раз уточняли свои заявки, предоставляя таким образом менеджерам дополнительную информацию о спросе на акции компании-эмитента. Стабилизация цены рассматривается как определенная гарантия защиты инвесторов от потерь. Если **ведущий** андеррайтер не выполняет своих обязательств по поддержанию цены акций, инвесторы могут массово сбросить акции. Для предотвращения подобных действий андеррайтеры стремятся к ценовой стабилизации на рынке после начала торгов.

В современной практике «стабилизационные покупки» редко практикуются андеррайтерами, так как они показывают рынку, что спрос на данное IPO является недостаточным и необходима ценовая поддержка. В связи с этим, если ожидается пониженный спрос на акции компании, андеррайтеры обычно используют сделки с опционами. Они открывают короткие позиции на большее число акций, чем имеется к размещению. В действующей практике все IPO имеют опцион с превышением до 15% первоначального числа акций на продажу, и здесь андеррайтер продает ценные бумаги, которыми не владеет, получая их в долг. Короткая позиция по мере снижения цены акций закрывается обратной сделкой (покупкой акций) на открытом рынке. Таким образом, андеррайтер имеет возможность снизить возможное падение цены акций и получить доход. Но при росте котировок акций ему придется приобрести эти акции по более высокой цене, чтобы возратить долг, что приводит к потерям.

IPO на фондовых рынках ряда стран относят к началу 1980-х годов. В разных странах рынок первичных размещений развивался по-разному. В США, Великобритании, Канаде осуществляется выход на фондовый рынок средних и относительно небольших компаний. В этих странах посредством эмиссии акций финансируется до 10–15% всех инвестиций в основной капитал. В странах континентальной Европы (Франция, Германия, Италия) посредством эмиссии акций финансируется лишь **5–10%** инвестиций в основной капитал.

За период своего существования современный рынок IPO показывал как значительные темпы роста, так и снижение, но наиболее значительным стал его рост в **1995–2000** гг. В рекордном 2000 г. на мировой рынок первичных размещений вышло около 2 тыс. компаний, привлечших более 200 млрд долл. За квартал в этот год проводилось до 100 IPO, и инвесторы активно приобретали акции всех новых эмитентов, в основном компаний информационных технологий и особенно интернет-компаний. Затем началось резкое снижение котировок, усиленное террористическим актом в США 11 сентября 2001 г. Спад продолжился вплоть до 2004 г. В этот период на фондовые рынки США и Европы вышло около 300 компаний-эмитентов, которые суммарно привлекли более 60 млрд долл. В год проводилось не более 100 IPO. Инвесторы не проявляли особого интереса к публичным размещениям новых эмитентов.

После трехлетней стагнации в экономике конъюнктура начала улучшаться. На рынок вышло более 1200 эмитентов, которые привлекли в общей сложности **133** млрд долл. Одним из наиболее успешных для рынка IPO стало размещение летом 2004 г. акций одного из лидеров мировой интернет-индустрии — американской компании Google. Используя IPO, компания привлекла 1,67 млрд долл. Вме-

сте с тем размещение этой компании нельзя считать полностью удачным (она рассчитывала привлечь вдвое больше средств, продав больше акций), но это стало свидетельством возвращения интереса инвесторов и к IPO, и к высокотехнологичным компаниям. В первый же день торгов котировки акций Google выросли на **18%**. В результате сейчас капитализация компании соизмерима с рыночной стоимостью крупнейшего в мире производителя автомобилей — корпорации General Motors.

По данным компаний Ernst & Young и Thomson Financial, в 2005 г. мировой рынок IPO составил более 150 млрд долл., увеличившись за год на 16 млрд, причем Россия показала наибольшие темпы прироста IPO. Но доля Российской Федерации составила в 2005 г. только 3% этого рынка (Япония — 4%). Лидеры рынка — США, Китай и Франция — соответственно получили 20, 15 и **11%**. В 2006 г. объем мирового рынка IPO превысил **180** млрд долл.

Первое публичное размещение ценных бумаг в истории России состоялось в 1996 г., и до 2004 г. IPO были редким событием. За период с 1996 по 2003 г. IPO провели лишь шесть российских компаний, и они привлекли таким образом около 700 млн долл. Первыми на рынок размещений вышли телекоммуникационные компании: с середины 1990-х годов рынок услуг связи был наиболее динамичным, темпы его роста составляли около 40%. В ноябре 1996 г. осуществила размещение сотовая компания «Вымпелком», в сентябре 1999 г. — **«Голден Телеком»**, в июне 2000 г. — МТС. Эти компании использовали средства, полученные в результате проведения IPO, в основном на инвестиции в производство и установку новых станций, покупку новых сотовых операторов и производителей оборудования в регионах и ближнем зарубежье.

В 2004 г. российские акционерные общества провели пять IPO на 600 млн долл. В табл. 22.4 представлены основные данные об IPO российских компаний, проведенных с 1999 г. по начало 2007 г.

По-настоящему массовым явлением IPO стали в 2005 г.: на фондовый рынок вышли 13 компаний, почти втрое больше, чем в предыдущем, — от крупнейших предприятий металлургии (НЛМК) и ТЭК — «Новатэка» до небольшой агрофирмы «Хлеб Алтая». Общий объем привлеченных средств составил 4,5 млрд долл. Крупнейшее проведенное российское IPO на Лондонской фондовой бирже (LSE) в 2005 г. осуществила АФК «Система»: компания привлекла 1,3 млрд долл. Отраслевой состав осуществивших IPO компаний (без Учета многопрофильной АФК «Система») характеризовался следующими данными: 32% средств от IPO пришлось на металлургический сектор, 31 — на ТЭК, 19 — на сферу торговли, 7% — на нефтехимическую отрасль.

Таблица 22.4. IPO на рынке российских эмитентов

Эмитент	Дата размещения	Процент акций, размещенных посредством IPO	Цена размещения, долл.	Площадка	Объем IPO, тыс. долл.
Концерн Ситроникс	07.02.2007	17,5	0,24 (АО) — 12 (GDR)	LSE, МФБ, PTC	352,6
СТС-Медиа	01.06.2006	16,4	14	NASDAQ	346
Мечел	29.10.2004	11,5	21	NYSE	335
Распадская	10.11.2006	33	2,5	MMBB, PTC	316,7
МТС	30.06.2000	15,4	21,5	NYSE	305
Челябинский ЦК	07.11.2006	18	167,5 (АО) — 16,75 (GDR)	PTC, LSE	281
Группа Черкизово	10.05.2006	27,8	15,25	MMBB, PTC, LSE	251
Амтел-Фредештайн	10.11.2005	27,1	11	LSE	202
Вимм-Билль-Дан ПП	02.02.2002	17,6	19,5	NYSE	200
RGI International Ltd.	11.12.2006	31,5	6	LSE (AIM)	192
Лебедянский	11.03.2005	19,9	37,23	MMBB, PTC	151
Группа Разгуляй	06.03.2006	25	4,8	MMBB, PTC	144
Верофарм	25.04.2006	49,9	28	PTC	140
Северсталь-авто	11.04.2005	30	15,1	MMBB, PTC	135
Urals Energy Holdings	04.08.2005	35	4,6	LSE (AIM)	131
Иркут	26.03.2004	23,3	0,62	MMBB, PTC	127
ВымпелКом	20.11.1996	30	20,5	NYSE	115
Центр международной торговли	05.12.2006	18	0,54	PTC	105,3
Седьмой континент	12.11.2004	13	10	PTC	81
Открытые инвестиции	29.11.2004	38,5	49,75(AO) — 6,21875 (GDR)	PTC, LSE	69
Голден Телеком (Golden Telecom)	30.09.1999	34	12	NASDAQ	64
Белон	05.06.2006	25	38	PTC	57
Концерн Калина	28.04.2004	30	19	MMBB	53
Rambler Media	10.06.2005	25,98	10,25	LSE (AIM)	40
Аптечная сеть 36,6	31.01.2003	20	9	MMBB	14
РБК Информационные Системы	18.04.2002	16	0,83	MMBB, PTC	13,3
Пава (Хлеб Алтая АПК)	21.03.2005	10	0,9 (GDR)	LSE	8

В 2006 г. посредством IPO российские компании привлекли 17,7 млрд долл. — в 4 раза больше, чем в 2005 г., а число размещений увеличилось до 23, что почти в 4 раза превысило показатель предыдущего года. Крупнейшим размещением стало IPO «Роснефти» на 10,42 млрд долл. — первое в России размещение, проведенное по схеме так называемого народного IPO, т.е. с привлечением физических лиц, которые могли свободно подавать заявки на покупку ценных бумаг компании в офисах ряда коммерческих банков.

В структуре размещения 2006 г. доминировали акционерные компании четырех отраслей: 40% — телекоммуникаций, 25 — нефтегазовой промышленности (без учета IPO «Роснефти»), 15 — металлургической промышленности, 12 — пищевой, 8% — прочих отраслей. Самым крупным размещением года было IPO «Роснефти», сделки происходили одновременно на PTC, Лондонской фондовой бирже и MMBB. Было размещено обыкновенных акций на общую сумму 10,6 млрд долл., стоимость акции составила 7,55 долл.

Тенденция количественных и объемных показателей первичных размещений акций к росту сохранилась и в 2007 г., когда уже в первом полугодии состоялось 14 размещений на общую сумму 18,8 млрд долл. Стоимостный объем рынка вырос на 33% — с 17,7 млрд в 2006 г. до 23,6 млрд в 2007 г. При этом 48% стоимостного объема приходилось на два банковских размещения: ВТБ (34%) и Сбербанк России (14%). Средний размер IPO составил 924,9 млрд долл.

Среди причин, вызвавших активизацию российских компаний на рынке IPO, следующие. Во-первых, за последние годы капитализация российского фондового рынка существенно выросла и текущая рыночная стоимость компаний уже не так занижена, как это было сразу после кризиса 1998 г., потенциал роста акций в значительной степени уже исчерпан. Поэтому владельцы более активно продают ценные бумаги, котировки которых уже достаточно высоки. Так сложилось, что в России IPO используются прежде всего как способ фиксации части прибыли главными акционерами и повышения ликвидности их активов. Первичное публичное размещение как средство привлечения инвестиций для развития компании используется реже, но есть тенденции к увеличению таких эмиссий — это во-вторых. Другой источник привлечения инвестиций — эмиссия облигаций (долговой рынок) — в ряде случаев может быть более затратным из-за высоких процентных ставок при выпуске займов на длительный срок, особенно для эмитентов, не входящих в первый эшелон. В табл. 22.5 представлены основные данные о российских компаниях, осуществивших IPO в 2007 г.

Таблица 22.5. Российские компании, осуществившие IPO в 2007 г.

Компания-эмитент	Объем IPO, млн долл.	Доля акций, %	Биржевая площадка
ВТБ	7982,1	22	LSE, PTC, ММВБ
Сбербанк	3228,2	4	PTC, ММВБ
ПИК	1850,0	15	LSE, PTC, ММВБ
AFI Deformant	1400,0	19	LSE
ММК	999,9	9	LSE, PTC, ММВБ
Уралкалий	948,0	13	LSE, PTC
Фармстандарт	879,8	40	LSE, PTC, ММВБ
НМТП	864,0	18	LSE, PTC, ММВБ
ЛСР, группа	771,7	11	LSE, PTC, ММВБ
Евразия, БК	719,5	20	LSE
Интегра	668,1	30	LSE
Полиметалл	604,5	25	LSE, PTC, ММВБ
Ситроникс	402,0	18	LSE, PTC, ММВБ
М-Видео	364,9	29	PTC, ММВБ
Дикси	359,9	42	PTC, ММВБ
ОГК-2	355,9	7	LSE, PTC, ММВБ
Банк СПб.	273,7	17	PTC, ММВБ
Синергия	190,4	16	PTC, ММВБ
Нутритек	168,2	20	PTC, ММВБ
Банк Возрождение	161,0	11	PTC, ММВБ
Volga Gas	124,9	40	AIM/LSE
Алтечная сеть 36,6	110,4	15	PTC, ММВБ
Росинтер Ресторанс	100,0	26	PTC
PTM	80,0	25	PTC
Армада	29,7	17	PTC, ММВБ

Наиболее крупными IPO 2007 г. стали банковские размещения Сбербанка России и Внешторгбанка, проведенные с привлечением физических лиц. Очень значимым IPO стало размещение 3,5 млн акций контролируемого государством Сбербанка России. Доля Центрального банка РФ, который согласно принятому Правительством решению мог в силу преимущественного права приобрести 892 601 акцию (примерно 3 млрд долл.), должна была сократиться до **55,34%**. Итоги размещения акций: число акций Сбербанка России увеличилось на 13,7% — с 19 млн до 21,6 млн, инвесторы приобрели 2,6 млн акций на общую сумму 230,2 млрд руб. (8,9 млрд долл.)¹.

После размещения структура акционеров Сбербанка России изменилась незначительно: новым акционерам принадлежит 4,4% его

бумаг, доля бумаг в свободном обращении возросла примерно с 25 до 26,4%, физических лиц — с 3 до 3,7%. Если акционеры с преимущественным правом почти полностью оплатили поданные заявки, то активность новых акционеров оказалась намного ниже ожидаемой. Несмотря на ожидания, незначительным было участие физических лиц: более 30 тыс. потратили на покупку акций Сбербанка около 527 млн долл. Доля акций, принадлежащих Центральному банку, после IPO снизилась с 63,8 до 60,3%.

Высокий спрос на банковские бумаги был проявлен, в частности, со стороны нерезидентов, особенно при размещении бумаг ВТБ. В России госбанк разместил 35% объема IPO, за рубежом — 65%. Спрос по итогам закрытия книги заявок был значительным: объем заявок на покупку локальных акций от резидентов (без учета физических лиц) превысил предложение почти в 5 раз, на покупку депозитарных расписок — примерно в 10 раз. В ходе IPO была установлена цена акций ВТБ в размере 13,6 коп. (0,00528 долл.) за штуку, или 10,56 долл. за депозитарную расписку. Впоследствии акции ВТБ оказались «заложниками» того, что большая их часть в ходе IPO была приобретена иностранными инвесторами, поскольку именно они в августе-сентябре 2007 г. стали активно продавать бумаги банка на фоне разрастания ипотечного кризиса в США.

По итогам 2007 г. Россия вышла в лидеры среди европейских стран по объемам публичных размещений акций. При этом объем российских IPO превысил объем средств, привлеченных компаниями из Великобритании (22 млрд долл.), Германии (11 млрд) и значительно отстающих от них Италии (5,8 млрд) и Франции (4,9 млрд). Изменилась также и отраслевая структура состоявшихся IPO, где лидерство по объемам привлеченных ресурсов составили компании финансового сектора — на их долю пришлось 52% всех привлеченных в ходе IPO средств. Компании же сырьевого и горнодобывающего секторов привлекли лишь **15%** всех поступлений в отличие от 56% в 2005–2006 гг.

По мнению экспертов, в 2008 г. достичь показателей 2007 г. при текущей нестабильности мировых фондовых рынков российскому рынку IPO вряд ли удастся. В начале 2008 г. более 80 российских компаний заявили о готовности провести публичные размещения, но многие из них были вынуждены скорректировать свои планы и объявили о переносе сроков IPO на более благоприятный период — по состоянию на начало марта отложено IPO на 20 млрд долл.

У компании, принявшей решение об IPO, есть возможность размещать свои акции либо в России (на биржах ММВБ, РТС, СПББ), либо за рубежом (чаще всего это LSE, NYSE, NASDAQ). Российские Участники рынка отмечают недостаточную ликвидность, развитость

¹ Смородская Л. Кризис для IPO не помеха // РБК-дейли. 2007. 20 ноября.

национального рынка и проблемы в его регулировании. Характерной особенностью IPO российских компаний является преимущественная ориентация на зарубежные фондовые биржи. С выбором биржи для проведения IPO тесно связан выбор страны регистрации компании-эмитента. Процесс подготовки к IPO включает реструктуризацию активов компании и построение прозрачной структуры собственности. В результате создается головная компания, владеющая основными активами (контрольными пакетами акций в дочерних организациях). В ходе IPO инвесторам предлагаются акции головной компании. Российские компании использовали разные варианты регистрации головной компании, как в России, так и за рубежом.

Размещение на иностранных биржах дает возможность привлечь крупный объем финансирования, развитую инфраструктуру, прямой доступ к средствам зарубежных инвесторов, который дает более высокий уровень корпоративного управления, международные стандарты бухгалтерской отчетности, необходимую публичность, значительно поднимает имидж компании. Наличие западных акционеров способствует и большей защищенности от отечественного недружественного поглощения. Все это привлекает российские компании на фондовые биржи Лондона и Нью-Йорка.

В 2006 г. европейский рынок привлек больше средств, чем американский, а Лондонская фондовая биржа (LSE) сохранила лидерство по объемам IPO. Европейский рынок привлек 65 млрд евро, что на 27% больше, чем в 2005 г. (51,6 млрд), а число первичных размещений увеличилось на 9% — с 598 до 653. При этом на LSE приходится 45% как объема привлеченных средств, так и числа размещений.

В 1986 г. была проведена кардинальная реформа регулирования Лондонской биржи. Принятые изменения были направлены на ослабление государственного контроля за биржевой деятельностью, поощрение саморегулирования в рамках биржи. Основные пункты реформы также предусматривали предоставление банкам, страховым обществам и зарубежным компаниям, занимающимся торговлей ценными бумагами, права становиться членами биржи и приобретать участвующие в ее работе фирмы. Нововведения открыли дорогу конкуренции и инновациям и заложили основы одной из самых эффективных систем регулирования финансового рынка. И именно изменившаяся система регулирования в первую очередь позволила Лондону стать ведущим мировым финансовым центром.

В 2006 г. на LSE было проведено 297 IPO, в рамках которых эмитенты привлекли 29,7 млрд евро, в 2005 г. в 354 первичных размещениях было привлечено 18,6 млрд евро. Euronext был вторым по величине европейским рынком как по числу размещений, так

и по объему привлеченных средств. В 2006 г. там было проведено **116** IPO, и доля рынка Euronext по числу IPO выросла с **11%** в 2005 г. до 18% в 2006 г. Здесь же было проведено второе по масштабам в Европе IPO французского банка **Natixis**, в ходе которого было привлечено 4,2 млрд евро. Еерманская биржа (Deutsche **Boerse**) была третьей наиболее активной биржей по сумме размещений IPO.

Наибольшее число размещений российские компании осуществили на Лондонской фондовой бирже: в 2006 г. на них пришлось около 70% размещений иностранных компаний, осуществленных на этой бирже. На London Stock Exchange (LSE) в конце 2006 г. зарегистрированы 29 российских компаний. В первом полугодии 2007 г. около 30% IPO на LSE пришлось на российские компании.

На Лондонской фондовой бирже создана специальная секция для небольших и средних компаний — Рынок альтернативных инвестиций (Alternative investment market, AIM), который часто используется для IPO иностранными компаниями. В 2000 г. в листинге AIM была 31 иностранная компания, а в 2006 г. — уже 306, в том числе большинство американских и более 10 российских компаний. Параметры этих компаний не соответствуют нормам листинга **NYSE**, и к тому же это относительно небольшие компании, чтобы привлечь интерес американских инвесторов и андеррайтеров.

В начале 2007 г. Британское управление по финансовому регулированию и надзору (FSA) сообщило о намерении ужесточить правила проведения IPO иностранных компаний из России, стран СНГ на Лондонской фондовой бирже, так как требования к иностранным компаниям, акции которых представлены на бирже, слишком либеральны, что увеличивает риск инвесторов. FSA указывает на плохое качество корпоративного управления российских компаний, низкий уровень защиты прав миноритарных акционеров, непрозрачность информации. Реализация намерений FSA может привести к резкому сокращению размещений российских эмитентов на западных площадках.

Предпочтение эмитентов в размещении на Лондонской фондовой бирже связано не только с тем, что на этом рынке лучше инфраструктура и очень значительные средства. После громких корпоративных скандалов, и прежде всего с корпорацией Enron, руководители которой, как выяснилось, скрывали долги, завышали прибыли, проводили мошеннические операции с активами, американская Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) значительно ужесточила требования по проведению **IPO**. Для размещения в США эмитенту нужно раскрыть очень большой объем информации и пройти продолжительный и многоступенчатый процесс регистрации акций в SEC. Но главное — в США сложнее и дороже обслуживать программы депозитарных расписок после осуществления IPO.

В соответствии с американским законом **Сарбанеса—Оксли**, принятым в 2002 г., от публичных компаний требуется внедрение особой системы внутреннего контроля и аудита в отношении финансовой отчетности. Для реализации положений этого закона многие компании привлекают дополнительных внешних консультантов, что связано не только со значительными расходами, но и требует дополнительных управленческих ресурсов. В настоящее время на NYSE котируются акции всего пяти российских компаний: «Вымпелком», МТС, «Вимм-Билль-Данн», «Ростелеком», «Мечел». По данным Thomson Financial, в 2006 г. Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE) впервые уступила по объему IPO Лондонской и Гонконгской биржам. В Лондоне компании привлекли 51,2 млрд долл. — во многом за счет российских компаний, в Гонконге — 41,2 млрд. Объем IPO на NYSE составил 29,2 млрд долл.

На возможность проведения компанией IPO, а также на выбор российской или зарубежной фондовой площадки для проведения IPO существенное влияние оказывает размер прямых затрат, связанных с проведением IPO (табл. 22.6). Расходы на проведение IPO включают вознаграждения аудиторов и юристов компании, расходы на проведение PR-акций и презентаций компании среди заинтересованных инвесторов, на полиграфию и прочие накладные расходы, вознаграждение андеррайтера.

Приведенные данные показывают, что затраты на проведение IPO значительны и могут составить от 5 до **15%** объема привлеченных средств. Большой объем прямых затрат, необходимых для проведения IPO на NYSE или LSE, могут позволить себе только крупные компании. Вознаграждение андеррайтеров обычно составляет не менее 5%, более низкий процент комиссионных могут получить только крупнейшие компании-эмитенты. В случае проведения небольшими и средними компаниями IPO на зарубежных биржах уровень расходов на IPO увеличивается до **15–25%**, что ставит под сомнение целесообразность проведения такими компаниями IPO за рубежом.

Расходы на проведение IPO внутри страны существенно меньше: сумма **транзакционных**, т.е. неснижаемых, затрат на ММВБ на начало 2006 г. составляла 23,5 тыс. долл., а на международных рынках — **240–410** тыс., поэтому небольшие и средние компании выходят на рынок IPO преимущественно на российских биржах. Первым эмитентом, осуществившим IPO на российском фондовом рынке, стала компания «РБК Информационные Системы». Это IPO, проведенное в апреле 2002 г. на ММВБ и РТС, было относительно небольшим по объему — 13,28 млн долл., но оно открыло российским компаниям возможность выхода на рынок акционерного капитала внутри страны. С 2002 по 2006 г. 16 отечественных компаний провели IPO на российских биржах, среди этих размещений наиболее

крупные: «Северосталь-авто» — 135 млн долл., «Авиационная фирма «Иркут» — 127 млн, «Центр международной торговли» — 105 млн.

Таблица 22.6. Расходы российских компаний на проведение IPO

Компания	Расходы на проведение IPO, тыс. долл.	Прямые расходы на IPO, тыс. долл.	Вознаграждение андеррайтера, тыс. долл. ¹	Размер вознаграждения андеррайтера, в % к объему средств, привлеченных компанией	Доля расходов в объеме средств, привлеченных компанией, % ²
ВымпелКоммуникации	7 778	2 788	4 989	7,02	11,0
Мобильные ТелеСистемы	24 107	6 500	17 607	4,74	6,5
Вимм-Билль-Данн Продукты Питания	13 373	4 598	8 775	5,00	7,6
РБК Информационные Системы	941	н.д.	н.д.	н.д.	7,1
НПК «Иркут»	3 021	н.д.	н.д.	н.д.	5,6
Концерн «Калина»	89	н.д.	н.д.	н.д.	0,3
Стальная группа Мечел	19 758	7 520	12 238	5,25	8,5
Открытые инвестиции	3 852	н.д.	н.д.	н.д.	5,6
АФК «Система»	33 100	4 115	28 985	2,20	2,5
ЕвразХолдинг	18 850	2 250	16 600	3,93	4,5
Rambler Media Group	4 605	2 760	1 845	6,00	15,0
HighLand Gold Mining	7 045	5 454	1 591	5,00	22,1
Peter Hambro Mining	1 119	891	227	6,00	29,5
Golden Telecom	8 348	4 721	3 627	6,50	15,0

¹ Учитывается вознаграждение андеррайтера только за размещение акций, эмитированных в ходе IPO.

² За объем средств, привлеченный компанией, принимается выручка компании от размещения акций, эмитированных в ходе IPO.

Источник: **Старчак Ю.А.** Привлечение российскими компаниями инвестиций на Рынке первичного публичного предложения акций // Инвестиции в России. 2006. № 2.

В последнее время многие российские компании планируют осуществить размещение своих **акций** на российских биржах. Предложение акций на российском фондовом рынке имеет для компании-эмитента следующие преимущества:

- нет обязательных требований по предоставлению сведений о конечных бенефициарах и финансовой отчетности по стандартам IAS или US GAAP;
- невозможно потерять контроль над компанией, так как за существующими акционерами российское законодательно закрепляет преимущественное право на покупку ценных бумаг при размещении компанией новых эмиссий акций;
- возможность привлечь объем денежных средств от 10 млн долл. **(для международного рынка рекомендуемый объем IPO составляет от 100 млн);**
- меньшие организационные, неснижаемые издержки на подготовку IPO.

Федеральная служба по финансовым рынкам проводит политику, направленную на увеличение размещения акций на российских биржах. Возвращение оборотов по торговле акциями российских компаний на российских биржах **ФСФР** считает одной из основных своих задач. В январе 2006 г. **ФСФР** запретила эмитентам в ходе IPO размещать за рубежом более 70% бумаг и упростила процедуру IPO в России. Начиная с **IPO** Роснефти в июле 2006 г. все IPO российских компаний проводились в соответствии с правилом «30/70», согласно которому минимум 30% акций российских компаний должны размещаться на российских площадках.

Это дало определенные результаты: если в 2005 г. на Россию приходилось 52% сделок с акциями местных компаний, то в 2006 г. уже **61%**¹. **ФСФР** предполагает снизить максимальную долю разрешенных для размещения акций на западных торговых площадках с 70 до 50%, что, по мнению ведомства, позволит укрепить ликвидность российского рынка и привлечь новых иностранных инвесторов. Кроме того, эта мера, считает **ФСФР**, позволит привлечь в Россию дополнительных иностранных институциональных инвесторов, а также снизить объемы вывоза капитала за рубеж.

В качестве дополнительного стимула предлагается внести поправки в Налоговый кодекс в части налогообложения операций с ценными бумагами в офшорах, чтобы компаниям было невыгодно выводить активы за рубеж. В настоящее время средства вывозят за рубеж по двум основным причинам: из-за возможных рисков нахождения капитала в России и ограниченной возможности инвестирования.

¹ Губейдулина Г. Половина на Родине // Ведомости. 2006. 1 ноября.

Основной вывоз капитала происходит не за счет инвестирования на западных рынках в акции российских компаний во время IPO, а за счет вывода крупных средств за пределы России и дальнейшего размещения в иностранные активы.

В 2006 г. к экономическим предпосылкам активизации процессов IPO добавился и юридический фактор: был принципиально изменен режим регулирования IPO на внутреннем рынке, что приблизило стандарты IPO на внутреннем рынке к международным, сократились временные и стоимостные издержки размещения акций на российских биржах. Все это в совокупности привело к существенному росту объемов IPO, осуществленных в России в **2006—2007 гг.**¹

Динамика российских IPO значительно отстает от роста размещений на развивающихся рынках. В Китае, Индии, **Корее**, число IPO достигало в **2006—2007 гг.** **10—15** размещений в месяц, в России за все годы осуществлено около 80 IPO. По разным данным, в России из почти 60 тыс. ОАО только менее 1% вышли на фондовый рынок, т.е. их акции котируются, но даже из этого небольшого числа ликвидными можно назвать не более **140—150** эмитентов.

Главной причиной этого является то, что, становясь публичной, компания получает возможность смены собственника посредством приобретения крупного пакета акций (контрольного и блокирующего). Новый собственник может закрыть предприятие, продать его, провести слияние с кем-то, репрофилировать, сменить топ-менеджеров, уволить персонал и т.п. Именно поэтому владельцы, получившие крупные мажоритарные пакеты при приватизации или уже продавшие эти пакеты новым владельцам или **аффилированным** лицам, не хотят, чтобы их акции свободно обращались на рынке.

По экспертным оценкам от 50 до 70% акционерного капитала России сосредоточено в крупных контрольных пакетах. В странах с развитой рыночной экономикой происходит сокращение размеров контрольных пакетов и расслоение собственности крупных фирм, а в России, наоборот, происходит выкуп и сокращение численности миноритарных акционеров в целях консолидации собственности, а часто с намерениями агрессивного поглощения и облегчения будущей продажи предприятий.

Это обуславливает преобладание такой структуры акционерного капитала, которая в специальной литературе, в том числе и российской, получила название «closely held companies», т.е. закрытых компаний, приводящих к сокращению объема свободно обращающихся акций «free float». Поэтому подавляющая масса российских

Оверченко М. Дома лучше // Ведомости. 2007. 16 апреля.

компаний имеет очень низкую капитализацию, и для них невозможно проведение IPO. Расчеты аналитиков Deutsche UF показывают, что потенциал российского рынка IPO составляет немногим более 180 компаний со средней капитализацией 500 млн долл.

22.9. Отраслевые аспекты рынка ценных бумаг на примере электроэнергетики

Значение рынка ценных бумаг в целом для экономики страны, отдельных регионов и отраслей сводится к обеспечению ускорения инвестиционного процесса посредством перераспределения присутствующих в экономике свободных капиталов. Рынок ценных бумаг облегчает структурную перестройку экономики, обеспечивая свободное движение капитала, рост эффективности производства и конкурентоспособности акционерных обществ, более точную оценку их доходов, расширение класса собственников за счет роста числа инвесторов — физических лиц и уменьшение тем самым социальной и политической напряженности в обществе.

В современных российских условиях, когда традиционные для плановой экономики источники финансирования перестали обеспечивать необходимые потребности в инвестициях, выпуск и реализация ценных бумаг акционерных обществ становятся важнейшим источником привлечения средств потенциальных инвесторов (инвестиционных банков, страховых компаний, инвестиционных и пенсионных фондов, акционерных предприятий, населения).

Электроэнергетика — одна из наиболее перспективных отраслей для вложения капитала в России. Предприятия энергетического комплекса принадлежат к числу стратегических в экономике страны. Акции энергетических компаний во всем мире считаются наиболее стабильными и пользуются повышенным спросом у тех инвесторов, кто стремится к безрисковым вложениям капитала, обеспечивающим гарантированный и относительно высокий доход.

К началу 2004 г. в электроэнергетическом комплексе страны функционировало более 150 акционерных обществ, в том числе РАО «ЕЭС России», 71 региональное акционерное общество энергетики и электрификации, 25 акционерных обществ — самостоятельных генерирующих источников (образованных на базе электростанций), четыре акционерных общества, обеспечивающих строительство энергообъектов, научно-исследовательские и **проектно-исследовательские** организации, диспетчерское управление. РАО «ЕЭС России» стало организатором надежной работы Единой энергетической системы и партнером региональных энергетических акционерных обществ при сохранении их хозяйственной самостоятельности.

Все эти электроэнергетические акционерные общества (кроме научно-исследовательских и **проектно-исследовательских** организаций) выпустили ценные бумаги (акции) и в совокупности образовали электроэнергетический сектор российского рынка ценных бумаг.

Электроэнергетический сектор рынка корпоративных ценных бумаг имеет существенные особенности, связанные как со спецификой российской экономики и особенностями функционирования российского фондового рынка (многолетний спад производства и электропотребления, наличие устойчивых инфляционных процессов, дефицит инвестиционных ресурсов, преимущественно спекулятивная ориентация фондового рынка, преобладание на рынке иностранных портфельных инвесторов и др.), так и со спецификой отрасли (особый характер продукции отрасли, которая является естественным монополистом; двухуровневое (федеральное и региональное) государственное регулирование тарифов на продукцию и услуги отрасли; наличие контрольного пакета акций РАО «ЕЭС России» в собственности государства и одновременно наличие в собственности РАО контрольных пакетов большинства АО-энерго и АО — электростанций).

С 2003 г. электроэнергетическая отрасль находится в стадии реформирования и реструктуризации, результатом которой должно быть создание конкурентного рынка электроэнергии и снижение роли государства в регулировании отрасли.

С начала формирования отечественного фондового рынка акции электроэнергетических акционерных обществ активно обращаются на рынке. Акции РАО «ЕЭС России», АО «Мосэнерго», АО «Иркутск-энерго», АО «Ленэнерго» и ряда других энергокомпаний наряду с акциями ОАО «Газпром», НК «ЛУКОЙЛ», АО «Ростелеком» относятся к голубым фишкам, т.е. лидерам ценных бумаг российского фондового рынка.

Развитие рынка ценных бумаг российских энергетических компаний тесно связано с динамикой российского фондового рынка в целом. Поэтому этапы становления и развития этих рынков практически совпадают, так как акции РАО «ЕЭС России» и ОАО «Мосэнерго» и ряда других энергетических компаний за всю историю российского рынка были и остаются одними из самых популярных У инвесторов.

Со времени появления фондового рынка можно выделить следующие этапы развития электроэнергетического сектора рынка ценных бумаг:

- I — начало 1993 г. — июль 1994 г.;
- II — июль 1994 г. — лето 1996 г.;
- III — лето 1996 г. — лето 1997 г.;
- IV — осень 1997 г. — осень 1999 г.;
- V — осень 1999 г. — конец 2002 г.
- VI — с 2003 г. до настоящего времени.

С начала 1993 г. до июля 1994 г. происходило формирование той структуры собственности в электроэнергетике России, которая с незначительными изменениями сохранилась до настоящего времени. 1994 г. стал поворотным в истории формирования рынка **ценных бумаг** предприятий электроэнергетики: было проведено большое число чековых и денежных аукционов по акциям АО-энерго и АО — электростанций, два всероссийских и более десяти региональных аукционов по акциям РАО «ЕЭС России», десятки аукционов по акциям региональных АО-энерго, в результате которых большая часть акций этих компаний нашла своих первых собственников. На этом этапе происходили первичная эмиссия и первичное размещение ценных бумаг энергокомпаний.

На этапе становления рынка с июля 1994 г. до лета 1996 г. большинство акций энергетических компаний не привлекало интересов **портфельных** инвесторов: наибольшей популярностью пользовались акции нефтяных и телекоммуникационных компаний. Но тем не менее уже в то время энергетика была среди лидеров отечественного фондового рынка: торговля акциями РАО «ЕЭС России», ОАО «Мосэнерго» и ОАО «Иркутскэнерго» в первом полугодии 1996 г. составляла более 25% суммарных торгов в Российской торговой системе. В этот период рынок отличался высокой нестабильностью курсов акций и сравнительно небольшим крутом инвесторов. Серьезные исследования **инвестиционной** привлекательности компаний практически не проводились. Но именно в этот период закладывалась основа для будущего роста рынка ценных бумаг:

- началось создание инфраструктуры рынка (торговых площадок и систем, систем регистрации прав собственности и инфраструктурной поддержки);
- в результате переоценки собственности компаний их уставные капиталы и, следовательно, число акций в обращении возросли в сотни раз, что значительно повысило ликвидность рынка;
- акции российских эмитентов с помощью ADR вышли на международные фондовые рынки (в этом направлении пионером среди российских энергокомпаний стало ОАО «Мосэнерго»);
- сформировался круг брокерских компаний, работающих на российском фондовом рынке; в структуре этих компаний начали создавать специализированные подразделения (**бэк-офисы**, аналитические отделы и т.п.);
- многие АО-энерго и АО — электростанций начали осуществлять свои вексельные программы.

Значительный подъем российского фондового рынка произошел после первого тура президентских выборов летом 1996 г. К середине осени 1996 г. популярность акций региональных энергокомпа-

ний значительно выросла, а в первой половине 1997 г. их цены пережили бурный рост. В июле 1997 г. курс акций РАО «ЕЭС России» в РТС достиг максимума за всю историю отечественного фондового рынка — 0,42 долл. Значительно расширился круг инвесторов, выросли требования к подготовке инвестиционных решений, что привело к резкому росту спроса на информацию об экономической и производственной деятельности эмитентов. В это время в активное обращение вовлекались акции все новых компаний, о которых ранее рынку ничего не было известно.

Рост объемов торговли акциями и вовлечение в нее новых компаний активизировали скупку инвестиционными компаниями акций у населения: произошло второе перераспределение собственности (от работников приватизированных предприятий к институциональным инвесторам).

В конце 1996 и в первой половине 1997 г. спрос на акции: РАО «ЕЭС России» и других компаний электроэнергетики увеличился со стороны крупного российского капитала — на рынок корпоративных ценных бумаг вышли **крупные** российские банки.

Важнейшим событием, оказавшим влияние на динамику курсовой стоимости акций РАО «ЕЭС России», стала продажа на специализированном аукционе в декабре 1996 г. 8,5% акций из государственного пакета. Победителем аукциона, проведенного Российским фондом федерального имущества, стал консорциум российских банков и корпораций, созданный по инициативе Национального резервного банка (НРБ). В состав консорциума вошли НРБ и наиболее крупные российские банки и компании: ОАО «Газпром», НК «ЛУКОЙЛ», Сбербанк России.

Приобретение этим стратегическим инвестором крупного пакета акций РАО «ЕЭС России» резко ограничило предложения данных бумаг на фондовом рынке. Это обусловило очень быстрый рост курсовой стоимости акций РАО «ЕЭС России» — с января по июль 1997 г. она выросла почти в 14 раз.

В 1997 г. некоторые компании разместили свои конвертируемые облигации, первым это сделало ОАО «Самараэнерго». Началось развитие также и рынка производных инструментов: в Москве и Санкт-Петербурге активно торговались, например, фьючерсы на акции РАО «ЕЭС России». В этот период более трети объема торгов на рынке обеспечивали именно ценные бумаги энергетических компаний.

Но, как бывает в мировой практике, подъем российского фондового рынка сменился кризисом:

- рост цен на российские акции не подкреплялся положительными изменениями в экономике страны;
- пирамида ГКО приобретала угрожающие размеры;

- преобладание взаимозачетов, бартера и денежных суррогатов в расчетах между предприятиями обесценивало их доходы;
- рост кредиторской задолженности стремительно увеличивал риск банкротства компаний и, следовательно, потери инвесторами их активов.

К тому же весной 1997 г. Государственная Дума приняла закон, ограничивающий участие иностранных инвесторов в уставном капитале РАО «ЕЭС России» долей 25%, хотя к тому моменту она уже превышала 33%. Так как цивилизованных механизмов выхода из сложившейся ситуации предложено не было, инвесторы отнеслись к этому событию крайне негативно.

На сугубо российские проблемы **наложились** кризисные явления в экономике многих развивающихся стран. Инвесторы поняли, что их оптимизм в отношении стабильности российского рынка был неоправданным. Первые сигналы ухудшения ситуации пришли на российский рынок в конце лета — начале осени 1997 г. Интерес к акциям АО — электростанций и большинства АО-энерго после традиционных летних каникул не возобновился.

В последнем квартале 1997 и в середине 1998 г. произошло резкое ухудшение ситуации на российском рынке ценных бумаг, включая и его корпоративный сектор. В октябре-ноябре 1997 г. в результате кризиса на российском фондовом рынке котировки акций РАО «ЕЭС России» и других электроэнергетических компаний упали на **35—40%** и держались примерно на этом уровне до февраля 1998 г. Столь резкий обвал котировок был обусловлен как внутренними факторами, проявившимися в продолжающейся экономической и политической нестабильности, так и внешними.

Российский фондовый рынок интегрирован в мировые финансовые рынки и поэтому испытывает на себе ухудшение конъюнктуры фондовых рынков. В последние годы растет объем выпуска американских депозитарных расписок на российские акции.

В конце октября 1997 г. мировой фондовый рынок потряс кризис на Гонконгской фондовой бирже, и российский фондовый рынок, а вместе с ним и акции российских энергетических компаний стали стремительно сдавать свои позиции.

Уход с рынка средне- и долгосрочных инвесторов кроме падения цен на акции выразился и в изменении рыночных предпочтений. Спрос на акции так называемых второго и третьего эшелонов (к ним относятся ценные бумаги со средним и низким уровнями ликвидности соответственно), к которым относилось большинство ценных бумаг российских энергетических компаний, практически прекратился: настало время краткосрочных спекуляций. И тут преимущество получили ценные бумаги ведущих российских энергетических

ческих компаний благодаря их высокой ликвидности и удобной перерегистрации прав собственности. Только акции РАО «ЕЭС России» давали в это время почти половину объема.

Азиатский кризис и снижение мировых цен на сырьевые товары стали лишь внешней причиной системного финансового кризиса в России в 1998 г., имеющего свои специфические особенности. Резкое падение российского фондового рынка в 1998 г. невозможно объяснить только неблагоприятной мировой финансовой конъюнктурой, которая лишь обострила внутренние накопившиеся негативные тенденции в экономике России. Именно эти внутренние тенденции стали решающими для развития ситуации в 1998 г.

Ситуация на рынке внутреннего государственного долга непосредственно сказалась на рынке акций российских эмитентов. Особенность ситуации с внутренним долгом, сложившаяся в России, определялась его краткосрочным характером и значительной долей долга, принадлежащего нерезидентам. Внутренний долг был представлен краткосрочными (в основном до одного года) ценными бумагами. В результате средства, необходимые ежемесячно только для погашения ранее выпущенных облигаций (без учета купонных выплат по **двух-трехлетним** купонным бумагам, ОФЗ) достигли в первой половине 1998 г. **10—15%** месячного ВВП. Широкое участие иностранных инвесторов в финансировании дефицита государственного бюджета резко усилило зависимость экономики России от конъюнктуры мировых финансовых рынков.

Рынок корпоративных ценных бумаг в **1995—1998** гг. как по объемам, так и по динамике находился в полностью зависимом от ситуации на рынке государственного долга положении. После краха пирамиды ГКО и дефолта по внутреннему долгу, которые послужили причиной падения инвестиционного имиджа России, котировки акций российских эмитентов, в том числе и энергетических компаний, упали в несколько раз.

В табл. 22.7 приведены данные об объемах эмиссии, котировках акций РАО «ЕЭС России» и региональных энергокомпаний по данным за сентябрь 1998 г.

К середине 1999 г. стало ясно, что реальный сектор российской экономики при помощи девальвированного рубля стал укреплять свои позиции, а политическая ситуация приобрела относительную стабильность, объемы операций на фондовом рынке России начали постепенно увеличиваться, фондовый рынок России начал возрождаться. Изменение рыночной ситуации позволило некоторым наиболее авторитетным российским эмитентам, в том числе и РАО «ЕЭС России», предложить рынку практически новый для него инструмент — корпоративные облигации. Предполагалось, что эти облигации найдут спрос у тех иностранных инвесторов, которые не

смогли до кризиса вывести из России свои средства, инвестированные в номинированных рублях ГКО.

Таблица 22.7. Число и курсовая стоимость выпущенных акций

Эмитент	Число выпущенных обыкновенных акций	Номинал, руб.	Курсовая стоимость на 10.09.98, долл.
РАО «ЕЭС России»	41 041 753 984	0,5	0,031
Мосэнерго	2 560 000 000	1,0	0,017
Ленэнерго	673 022 256	1,0	0,032
Свердловэнерго	523 038 198	1,0	0,020
Иркутскэнерго	47 668 077	1,0	0,074
Красноярскэнерго	1 818 445	1,0	0,020

В 2000 г. курсовая стоимость акций РАО «ЕЭС России» и региональных энергетических компаний была подвержена существенным колебаниям. По итогам 2000 г. произошло существенное снижение котировок многих ценных бумаг — на 20–30%, в том числе и акций энергетических компаний.

Оборот с акциями РАО «ЕЭС России» составлял весьма высокую долю в обороте российского рынка корпоративных акций (по итоговым данным за 2003 г. доля акций РАО «ЕЭС России» в общем объеме торгов акциями российских компаний составила на РТС 22,1%, а на ММВБ — 45,14%). Такой большой удельный вес оборота акций РАО «ЕЭС России» существует уже несколько лет.

В 2000 г. фондовый рынок России практически полностью зависел от динамики западных фондовых рынков. В 2001 г. зависимость российского фондового рынка от американского оставалась все еще достаточно высокой. Однако если в 2000 г. российский индекс РТС практически повторял колебания индексов NASDAQ и других, то в 2001–2003 гг. падение американских индексов только ограничивало рост российского рынка ценных бумаг.

В 2001 г. российский фондовый рынок на фоне кризиса в Турции и Аргентине стал лучше оцениваться иностранными инвесторами. Особенно высокие темпы роста фондовый рынок демонстрировал в 2003 г.: индекс РТС вырос на 57,3%. В 2004 г. динамика российского фондового рынка снизилась. Если в апреле индекс РТС достиг своего исторического максимума — 758,6 процентных пункта, то во втором полугодии он значительно снизился и к началу декабря упал ниже 600 пунктов, что обусловлено некоторым

снижением темпов экономического роста, повышением инфляции, возрастанием внутренних корпоративных рисков, оттоком средств нерезидентов.

Динамика развития отечественного фондового рынка зависит от влияния многих факторов: прежде всего от темпов общеэкономического роста, динамики цен на нефть, стабильности экономической обстановки, уровня внутренних рисков, связанных с правами собственности в России, государственного регулирования крупного бизнеса, принятия приоритетных законодательных актов и реформирования банковского сектора.

Котировки наиболее ликвидных акций электроэнергетики в Российской торговой системе во второй половине 2004 г. снижались в меньшей степени, чем индекс РТС. Данные на 17 ноября 2004 г. представлены в табл. 22.8.

Таблица 22.8. Котировки акций электроэнергетических компаний в РТС, долл.

(по данным на 17 ноября 2004 г.)

Эмитент	Покупка	Продажа	Максимальная за 52 недели	Минимальная за 52 недели
РАО «ЕЭС России» — обыкновенные	0,321	0,322	0,358	0,215
РАО «ЕЭС России» — привилегированные	0,284	0,288	0,359	0,203
АО «Мосэнерго»	0,156	0,164	0,31	0,06
АО «Иркутскэнерго»	0,218	0,219	0,245	0,105
АО «Ленэнерго» — обыкновенные	0,990	1,00	0,915	0,595
АО «Ленэнерго» — привилегированные	0,505	0,630	0,650	0,350
АО «Башкирэнерго»	0,343	0,363	0,400	0,252
АО «Самараэнерго»	0,125	0,130	0,127	0,063

Доминирующее положение в электроэнергетическом секторе рынка ценных бумаг занимали акции РАО «ЕЭС России» — это не только самое большое акционерное общество электроэнергетики, но и крупнейшее акционерное общество России. Уставный капитал РАО «ЕЭС России» составляет 21 млрд 558 млн руб. и разделен на 43 млрд 116 млн 903 тыс. 368 акций, включая 41 млрд 41 млн 753 тыс. 984 обыкновенных и 2 млрд 75 млн 149 тыс. 384 привилегированных акций. По данным на начало 2007 г., среди крупнейших компаний России оно занимает второе место по объему реализации и ка-

питализации — рыночной стоимости своих акций (капитализация на ММВБ по состоянию на 1 октября 2007 г. составила 1,304 трлн руб., или 52,57 млрд долл.). Выручка РАО «ЕЭС России», по данным за 2006 г., составила 894,9 млрд руб. (МСФО), чистая прибыль — 149,518 млрд (табл. 22.9). Возможность практически в любой момент купить и продать эти акции сделала их одними из наиболее ликвидных и распространенных на российском фондовом рынке.

Таблица 22.9. Объем торгов акциями РАО «ЕЭС России» на крупнейших торговых площадках российского фондового рынка в 2006 г., млн долл.

Период	НП «ФБ РТС»	ЗАО «ФБ ММВБ»
I кв.	758,64	22 564,45
II кв.	570,21	28 889,71
III кв.	492,57	28 493,74
IV кв.	887,12	22 447,53

Доля торгов акциями РАО «ЕЭС России» в общем объеме торгов акциями на ММВБ за 2006 г. составила 18,70%, на РТС — 19,99%.

Структура акционерного капитала РАО «ЕЭС России» на 30 июня 2007 г. характеризуется следующими данными: государство — 52,68% акций, юридические лица и номинальные держатели — **42,91**, физические лица — 2,41%. Крупнейшие акционеры среди юридических лиц — ОАО «Газпром» — **11,6%**, СУЭК — около 6 акций, ГМК «Норильский никель» — 3,5%. Небольшими пакетами также владеют ЕвразХолдинг, ЗАО «Комплексные энергетические системы», «Базовый элемент».

Инвестиции в акции компании за все годы обращения этих бумаг на рынке являлись одними из наиболее ликвидных вложений на российском фондовом рынке. Это обусловлено тем, что РАО «ЕЭС России» имеет особое стратегическое значение в экономике страны: является компанией с контрольным пакетом акций, принадлежащих государству, и с существенной долей иностранного капитала. Как показывают итоги 2006 г., финансово-экономическое положение РАО «ЕЭС России», несмотря на имеющиеся трудности, устойчиво.

Покупая до недавнего времени акции РАО «ЕЭС России», инвесторы фактически приобретали и какую-то часть активов практически во всех других энергетических акционерных обществах. Это привлекало инвесторов, так как давало возможность диверсифицировать риск как портфельных, так и стратегических инвестиций.

Очень высокий объем оборота по акциям РАО «ЕЭС России» на российском рынке корпоративных ценных бумаг обусловлен, в частности, тем, что покупателями ценных бумаг топливно-энергетического комплекса, и в том числе электроэнергетики, являются и западные финансовые структуры, формирующие из недооцененных российских ценных бумаг рискованную часть своих инвестиционных портфелей. Российские голубые фишки (НК «ЛУКОЙЛ», АО «Ростелеком», АО «Сургутнефтегаз» и др.) в значительно большем объеме торгуются на Западе. Акции РАО «ЕЭС России» там менее популярны, торгуются в меньшем объеме из-за ограничений российского законодательства.

Одним из приоритетных направлений в деятельности РАО «ЕЭС России» является повышение курсовой стоимости его акций, приведение ее в соответствие с реальной обеспеченностью активами общества. Еще в 1997 г. осуществлены меры, направленные на повышение инвестиционной привлекательности этих акций: для повышения их курсовой стоимости и инвестиционной привлекательности РАО «ЕЭС России» с помощью Bank of New York выпустило в обращение глобальные депозитарные расписки (GDR) на свои акции.

С 1997 г. компания является участником программы по выпуску американских депозитарных расписок (**ADR**) первого уровня на обыкновенные акции, которые котируются на внебиржевом рынке США, Великобритании, Германии и Австрии. Программа депозитарных расписок первого уровня на привилегированные акции начала действовать с мая 2000 г.

В декабре 2001 г. спонсируемые программы депозитарных расписок были переведены из депозитария Bank of New York в депозитарий Deutsche Bank Trust Company Americas. Неспонсируемая программа депозитарных расписок осталась в Bank of New York.

Конвертируя акции энергокомпаний и американские депозитарные расписки, западные инвесторы смогут застраховать свои вложения от политических рисков российского рынка. Кроме того, обращение на внебиржевых рынках Европы и США повышает ликвидность ценных бумаг РАО «ЕЭС России».

Объем выпуска депозитарных расписок значителен, но в связи с реформированием отрасли в **2005—2007** гг. происходит снижение их числа (табл. 22.10).

В последние несколько лет динамика котировок акций РАО «ЕЭС России» и других акционерных компаний электроэнергетики во многом определяется ожиданиями акционеров и будущих инвесторов, связанными с содержанием принимаемых решений по реформированию отрасли и сроками выполнения уже принятых решений.

Таблица 22.10. Динамика выпуска депозитарных расписок
РАО «ЕЭС России» (на конец года)

Год	ADR обыкновенные			ADR привилегированные			GDR неспонсируемые		
	Число	% УК	Стоимость, долл.	Число	% УК	Стоимость, долл.	Число	% УК	Стоимость, долл.
1997	6 539 265	1,52	29,01				37 173 325	8,6	29,01
1998	13 347 308	3,10	3,11				52 308 310	12,1	3,11
1999	17 517 356	4,06	12,00				60 792 878	14,1	12,00
2000	22 344 417	5,18	8,20	121 890	0,03	3,29	62 749 392	14,7	8,20
2001	32 007 572	7,4	15,60	2 670 986	0,62	11,50	75 212 317	17,5	15,73
2002	23 758 483	5,5	12,15	3 601 599	0,84	8,00	46 802 343	10,8	12,89
2003	12 707 346	2,95	27,00	3 712 220	0,86	21,75	25 205 617	5,9	27,90
2004	8 159 948	1,89	28,50	4 257 674	0,99	23,00	34 278 943	7,95	27,25
2005	5 067 743	1,18	42,05	4 508 441	1,05	35,80	56 530 096	13,11	42,50
2006	4 571 410	1,06	99,75	3 675 503	0,85	90,00	74 706 569	17,33	114,00
2007	4 604 782	1,07	132,50	3 356 957	0,78	116,00	68 616 509	15,91	131,25

Источник: **Габов А.** Взаимодействие с держателями депозитарных расписок в процессе реорганизации РАО «ЕЭС России» // Рынок ценных бумаг. 2007. № 13.

Основная цель реформирования электроэнергетики России — повышение эффективности предприятий отрасли, создание условий для ее развития на основе стимулирования инвестиций, обеспечение надежного и бесперебойного энергоснабжения потребителей. В связи с этим в электроэнергетике России происходят радикальные изменения: меняется система государственного регулирования отрасли, формируется конкурентный рынок электроэнергии, создаются новые компании.

В ходе реформы меняется структура отрасли: осуществляется разделение естественно-монопольных (передача электроэнергии, оперативно-диспетчерское управление) и потенциально конкурентных (производство и сбыт электроэнергии, ремонт и сервис) функций; вместо прежних вертикально интегрированных компаний, выполнявших все эти функции, создаются структуры, специализирующиеся на отдельных видах деятельности. Генерирующие, сбытовые и ремонтные компании в перспективе станут преимущественно частными и будут конкурировать друг с другом. В естественно-монопольных сферах, напротив, происходит усиление государственного контроля. Таким образом, создаются условия для развития конкурентного рынка электроэнергии, цены которого не регулируются

государством, а формируются на основе спроса и предложения, а его участники конкурируют, снижая свои издержки.

Созданные в ходе реформы акционерные компании представляют собой предприятия, специализирующиеся на определенных видах деятельности (генерации, передаче электроэнергии и др.) и контролирующие профильные активы. По масштабу профильной деятельности образованные компании превосходят прежние региональные АО-энерго: новые компании объединяют профильные предприятия нескольких регионов либо являются общероссийскими. Так, магистральные сети перешли под контроль Федеральной сетевой компании, распределительные сети предполагается интегрировать в межрегиональные распределительные сетевые компании (МРСК), функции и активы региональных диспетчерских управлений передаются общероссийскому Системному оператору.

Активы генерации также объединены в межрегиональные компании двух видов: генерирующие компании оптового рынка (или оптовые генерирующие компании, ОГК) и территориальные генерирующие компании (ТГК). ОГК объединяют электростанции, специализированные на производстве почти исключительно электрической энергии. В ТГК входят главным образом теплоэлектроцентрали, которые производят как электрическую, так и тепловую энергию. Шесть из семи ОГК сформированы на базе тепловых электростанций, а одна (ГидроОГК) — на основе гидрогенерирующих активов. Тепловые ОГК построены по экстерриториальному принципу, тогда как ТГК объединяют станции соседних регионов.

Процесс реформирования АО-энерго начался в 2003 г. с реализации нескольких пилотных проектов: реформирования ОАО «Калуга-энерго», ОАО «Орелэнерго», ОАО «Брянскэнерго», ОАО «Тулаэнерго». Наиболее активно структурные преобразования начали осуществляться в 2004 г. Процесс реформирования затронул более 30 компаний. К апрелю 2004 г. была завершена процедура реорганизации первой региональной энергокомпании — ОАО «Калугаэнерго», а к концу года разделены по видам деятельности пять АО-энерго.

В том же году началось создание новых межрегиональных компаний. В последние месяцы 2004 г. созданы (прошли государственную регистрацию) первые три ОГК и две ТГК. Была сформирована новая вертикаль оперативно-диспетчерского управления: функции региональных диспетчерских управлений были переданы (за некоторым исключением) от АО-энерго Системному оператору.

В 2005 г. процесс реформирования прошел в большинстве АО-энерго, и значительная их часть к концу года была разделена. В том же году учреждено большинство оставшихся межрегиональных компаний: к марту зарегистрирована последняя из семи ОГК, к августу

сту — 13 из 14 ТГК, созданы четыре **МРСК** (межрегиональные сетевые компании).

В 2006 — начале 2007 г. процесс формирования компаний целевой структуры приблизился к завершению. На начало 2007 г. были одобрены проекты реформирования 70 из 71 АО-энерго, закончено формирование всех шести тепловых ОГК. К 1 марта 2007 г. завершено формирование целевой структуры ТГК-3 (ОАО «Мосэнерго»), -4, -5, -6, -9, -13 («Енисейская») и -14. Практически закончен процесс выделения сетевых компаний. На базе реорганизованных АО-энерго созданы 55 из запланированных 56 магистральных сетевых компаний.

В августе 2005 г. в котировальные списки ММВБ и фондовой биржи РТС были впервые внесены акции энергетических компаний, организованных в ходе реформирования вертикально интегрированных региональных энергокомпаний (АО-энерго), — генерирующих и сбытовых. Ценные бумаги сетевых энергокомпаний в большинстве случаев уже были включены в списки бирж, поскольку при реформировании АО-энерго это название осталось именно за ними.

На момент государственной регистрации новой энергокомпании под прежним названием котировки акций АО-энерго, уже ставшей распределительно-сетевой компанией, обнуляются, и рынку предлагается оценить, по существу, новую бумагу, которая продолжает обращаться на тех же фондовых площадках, что и раньше. Если в ходе реорганизации название АО-энерго остается за генерирующей компанией, как в случае с ОАО «Мосэнерго», на биржу выводятся ценные бумаги распределительно-сетевых компаний. В табл. 22.11 приведены данные по итогам торгов ряда электроэнергетических компаний на ММВБ.

Наряду с реформированием региональных энергетических компаний происходит реорганизация и РАО «ЕЭС России», которая завершает реформирование электроэнергетики и создание новой монополизированной структуры отрасли. В условиях развития конкурентных отношений между новыми самостоятельными участниками рынка электроэнергии РАО «ЕЭС России» **прекращает** свою деятельность в качестве «государственной монополии» и преобразуется в ряд государственных и частных компаний.

В соответствии с решениями Правительства и совета директоров РАО «ЕЭС России» реорганизация проводится в два этапа. Выбор **двухэтапной** схемы вызван необходимостью в ходе первой реорганизации оценить способность крупных частных генерирующих компаний самостоятельно привлекать инвестиции, управлять своим развитием, участвовать в работе оптового рынка электроэнергии, а для ТГК — в сегменте тепловой энергии. Последовательное, в два этапа, реформирование РАО «ЕЭС России» также обусловлено необходи-

мостью отработки механизма реорганизации этого крупнейшего акционерного общества.

Таблица 22.11. Итоги торгов акциями ряда электроэнергетических компаний на ММВБ (по состоянию на 16 октября 2007 г.)

Эмитент	Покупка, руб.	Продажа, руб.	Объем, млн руб.	Высшая за год	Низшая за год
Мосэнерго	6,333	6,351	12,267	8,500	4,999
ОГК-2	3,689	3,690	29,157	4,700	3,540
ОГК-3	3,500	3,505	6,537	4,670	3,055
ОГК-4	3,180	3,188	8,135	3,254	2,137
ОГК-6	3,241	3,280	0,693	4,400	3,150
РАО «ЕЭС России» — обычные	29,384	29,385	3840,596	38,050	25,855
РАО «ЕЭС России» — привилегированные	25,888	25,898	94,701	35,137	22,830
Свердловэнерго	22,907	23,167	0,239	48,50	20,011
ТГК-1	0,0330	0,0335	5,189	0,0420	0,0200
ТГК-14	0,0083	0,0084	0,563	0,0135	0,0076
ТГК-2	0,0233	0,00237	1,555	0,0500	0,0200
ТГК-4	0,0253	0,0254	3,235	0,01140	0,0239
Томскэнерго	0,936	0,958	0,159	1,230	0,01

Источник: *Ведомости*. 2007. 16 октября.

В результате первой реорганизации в дополнение к принадлежащим им акциям РАО «ЕЭС России» акционеры получают акции ОАО «ОГК-5» и ОАО «ТГК-5» пропорционально своей доле в уставном капитале энергохолдинга. Владельцы ADR и GDR получают право на акции целевых обществ наравне с акционерами, владеющими акциями РАО «ЕЭС России» напрямую. Владельцам депозитарных расписок предлагается три механизма реализации прав в ходе реорганизации: получение депозитарных расписок на акции тех целевых обществ, которые откроют к дате реорганизации либо в ближайшее время после нее, получение «локальных» акций целевых обществ либо получение денежных средств от реализации акций банками-депозиториями.

Схема проведения второго этапа реорганизации РАО «ЕЭС России» основана на принципе обеспечения интересов всех групп акционеров путем разделения активов на те, что должны быть переданы государству, и те, что должны быть переданы миноритарным акционерам, в соответствии с долей участия государства и миноритарных акционеров в капитале РАО «ЕЭС России». В целом схема

завершающей реорганизации позволяет учесть интересы всех групп акционеров; пропорционально распределить акции целевых компаний, принадлежащих РАО «ЕЭС России», среди акционеров РАО «ЕЭС России» и (или) указанных ими в установленном порядке компаний; снизить долю участия государства в потенциально конкурентных видах деятельности в электроэнергетике; обеспечить долю прямого участия государства в уставном капитале ОАО «ФСК ЕЭС» и ОАО «ГидроОГК» на предусмотренном законодательством уровне (75% + 1 акция для ОАО «ФСК ЕЭС», контрольный пакет для ОАО «ГидроОГК»); ликвидировать дефицит инвестиционных средств на развитие сетевого хозяйства и гидрогенерации за счет продажи компаниями ОАО «ФСК ЕЭС» и ОАО «ГидроОГК» пакетов акций тепловых генерирующих компаний, приходящихся на долю государства.

В ходе второго этапа должны быть завершены структурные преобразования активов, обособлены от РАО «ЕЭС России» все компании целевой структуры отрасли (ФСК, ОГК, ТГК и др.) и прекращена деятельность общества РАО «ЕЭС России». Таким образом, государство получит контрольные пакеты двух энергокомпаний — Федеральной сетевой и «ГидроОГК» — и объединит все гидроэлектростанции Российской Федерации.

22.10. Развитие рынка ценных бумаг в России

Интеграция российского рынка ценных бумаг в мировую финансовую систему, безусловно, привнесла ряд положительных аспектов в деятельность резидентов, но в то же время привела к усилению зависимости российского фондового рынка от конъюнктуры международных рынков капитала.

Мировой финансовый кризис, разразившийся в 1997 г., поразил в большей степени развивающиеся страны, в том числе и молодой рынок ценных бумаг Российской Федерации. Первая стадия кризиса проявилась оттоком капитала с российского рынка государственных и корпоративных ценных бумаг в конце 1997 — начале 1998 г. Репатриация государственных займов, увеличив спрос на иностранную валюту, привела к понижению цен на корпоративные бумаги. Падение мировых цен на сырье в сочетании со снижением золотовалютных резервов страны вызывало очевидную необходимость девальвации рубля, однако она проведена не была. Установленный вместо этого валютный коридор до 2000 г. помимо других негативных последствий в определенной мере дезориентировал участников фондового рынка. Котировки акций быстро снижались, что отражало падение российских фондовых индексов. Индекс RTSI,

например, за этот период снизился более чем на 50%. Затем вследствие временной стабилизации финансового рынка наблюдалась не-продолжительная тенденция некоторого роста биржевых индексов.

Весенний правительственный кризис 1998 г. и ухудшение состояния платежного баланса страны инициировали в т о р у ю **с т а д и ю** кризиса российского рынка ценных бумаг. По-прежнему остро стоял вопрос о девальвации рубля, и, кроме того, назрела необходимость срочного удешевления обслуживания внутреннего государственного долга, сформированного в основном за счет краткосрочных и высокодоходных **ГКО—ОФЗ** и превысившего к этому времени 20% валового национального продукта. Однако необходимые меры и в этот раз приняты не были. Напротив, доходность, а значит, и риск этого рынка возросли. Кроме того, было введено законодательное ограничение доли владения нерезидентами акциями федеральных энергетических компаний (до 25%), например РАО «ЕЭС России». Это послужило причиной снижения инвестиционных рейтингов страны, ухода многих инвесторов с рынка ценных бумаг и, как следствие, очередного повышения доходности ГКО, превысившей в июне 1998 г. **50%-ный** рубеж. В результате произошло 20%-ное снижение цен акций и существенно усилилась неустойчивость отечественной валюты. Обострению ситуации способствовала и эмиссия в это же время высокодоходных облигаций двух внешних займов на общую сумму около 4 млрд долл., снизившая котировки еврооблигаций предыдущих выпусков.

Усугубление положения на рынке, продолжавшееся в течение июля 1998 г., сопровождалось беспрецедентным ростом средневзвешенной доходности **ГКО—ОФЗ** (до 126%), отменой ряда аукционов по их размещению и, наконец, конвертацией ГКО в среднесрочные (до 2005 г.) и долгосрочные (до 2018 г.) облигации, номинированные в долларах США. Некоторое улучшение ситуации, наметившееся в середине июля, после решения международных кредиторов оказать мощную финансовую поддержку России, было недолгим.

Третья стадия фондового кризиса, начавшаяся в августе 1998 г., ознаменовалась активизацией ухода российских и иностранных инвесторов с рынка государственных ценных бумаг, что повлекло за собой дальнейшее ухудшение ситуации и на рынке корпоративных бумаг (сводный индекс РТС-Интерфакс понизился на 30%). Падение котировок государственных облигаций, традиционно служивших обеспечением иностранных кредитов, вынудило банки, срочно изыскивая дополнительные ресурсы, продавать ценные бумаги из своих портфелей и закупать валюту: банковский кризис серьезно обострился. Последствия были очевидны: дальнейшее па-

дение цен на **ГКО—ОФЗ** и корпоративные бумаги, а также значительное повышение неустойчивости рубля.

Кульминацией кризиса российского рынка ценных бумаг стал день 17 августа 1998 г. Во-первых, была проведена давно необходимая девальвация рубля. Во-вторых, Правительством были приняты такие беспрецедентные решения, как приостановление обращения **ГКО—ОФЗ**, принудительная реструктуризация долгов по ним, а также трехмесячная отсрочка погашения внешней задолженности российских банков (дефолт). Их последствия носили сугубо негативный характер. Рынок ценных бумаг, особенно корпоративных, практически полностью потерял свою ликвидность, а Российская Федерация — инвестиционную привлекательность. Инвесторы — резиденты и нерезиденты понесли огромные убытки, что надолго подорвало их доверие к российскому фондовому рынку. Кроме того, буквально рухнула банковская система страны, значительно снизились объемы экспортно-импортных операций и масштабы деловой активности в стране. До конца года из-за отсутствия четких правительственных мер по выходу из кризиса в России помимо стагнации фондового рынка наблюдался застой производства, торговли и т.д.

Кризис существенно сузил возможности ведения бизнеса для профессиональных участников рынка ценных бумаг, что привело к сокращению их численности, расширению универсализации деятельности и укрупнению институциональных образований (табл. 22.12).

Таблица 22.12. Динамика численности профессиональных участников фондового рынка в 1998 г.

Вид деятельности	Численность на начало месяца		
	Январь	Июль	Декабрь
Брокерская	393	507	376
Дилерская	61	94	76
Брокерская и дилерская совместно	1102	1207	1110
Доверительное управление	—	9	8
Брокерская, дилерская и доверительное управление совместно	5	130	128
Итого	1561	1947	1698

Значительно сократились объемы операций, проводимых профессиональными участниками через ведущих организаторов фондового рынка. Изменилась структура участия организаторов рынка в совокупном объеме фондовой торговли (табл. 22.13).

Таблица 22.13. Структура участия в фондовой торговле в 1998 г.

Организатор торговли	Январь	Ноябрь
ММВБ	13	24
РТС	82	32
МФБ	5	44

Для восстановления доверия к российскому фондовому рынку Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг в течение 1997—1998 гг. принимала многочисленные антикризисные меры. Среди них разработка и утверждение в Правительстве Государственной программы защиты прав инвесторов; участие в подготовке закона «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»; публичные требования отмены трехмесячной отсрочки погашения банковских задолженностей и пересмотра условий реструктуризации государственного долга; снижение требований к минимальным размерам собственного капитала профессиональных участников рынка; неоднократные приостановки торгов на фондовых площадках для защиты рынка корпоративных бумаг и т.д.

Таким образом, кризис российского рынка ценных бумаг вызвал на нем глубокие перемены. Изменились определенные правовые аспекты деятельности, уменьшилось число профессиональных участников, стала беднее номенклатура обращающихся ценных бумаг. Однако рынок продолжал жить и развиваться.

После утраты финансовым рынком такого важного инструмента регулирования банковской ликвидности, как **ГКО—ОФЗ**, возникла потребность в появлении нового инструмента, который позволил бы банкам решать проблемы регулирования краткосрочной ликвидности и стал альтернативой вложениям в валюту. С этой целью Центральный банк в сентябре 1998 г. предоставил рынку новый инструмент — бескупонные облигации Банка России (ОБР).

Эти облигации имели срок обращения до 3 месяцев, максимальный объем эмиссии составлял 10 млрд руб. Рынок ОБР до конца года постепенно развивался. Однако интерес участников рынка к этим облигациям оставался невысоким. В течение первого месяца существования рынка ОБР практически полное отсутствие спроса на облигации объяснялось острым дефицитом ликвидности у банков. Банку России удавалось размещать ОБР только на вторичных торгах. Отдельные аукционы были признаны несостоявшимися из-за высокого уровня доходности, заявленного участниками рынка. Первый успешный аукцион по размещению ОБР состоялся 30 сентября 1998 г. В дальнейшем были признаны состоявшимися еще четыре аукциона: два в октябре и два в ноябре. Возможно, **невысо-**

кий спрос на облигации был отчасти обусловлен психологическими мотивами: после замораживания **ГКО—ОФЗ** банки испытывали недоверие к вложениям в любые государственные ценные бумаги. Нерешенность юридических вопросов с **ФКЦБ** также препятствовала возникновению заинтересованности участников рынка в **ОБР**.

Общее изменение состава участников рынка государственных ценных бумаг под влиянием финансового кризиса отразилось и на рынке **ОБР**. В докризисный период основную роль на рынке **ГКО—ОФЗ** играли крупные банки — держатели внушительных портфелей государственных ценных бумаг. После августовских событий на первый план вышли средние и мелкие банки, которые прежде не были основными игроками на этом рынке. Выходя на рынок **ОБР**, они не вкладывали значительных средств в эти бумаги, рассматривая их лишь в качестве дополнения к традиционным банковским операциям. Особый интерес **ОБР** вызывали у региональных коммерческих банков, незначительно пострадавших в результате кризиса.

Признаки активизации операций с **ОБР** наметились лишь в октябре 1998 г., когда в условиях некоторой стабилизации валютного курса возрос интерес участников рынка к этим бумагам. Однако он по-прежнему оставался недостаточно высоким до конца года в связи со сложностью прогнозирования динамики обменного курса рубля, что делало рискованными вложения в рублевые инструменты. Существовавший уровень доходности рассматривался рыночными агентами как недостаточно привлекательный и, вероятно, не учитывал их инфляционных ожиданий. Более выгодными для них по-прежнему оставались вложения в активы, номинированные в иностранной валюте. Вместе с тем некоторое увеличение привлекательности **ОБР** объяснялось возможностью использовать их в качестве залога при получении у Банка России ломбардных кредитов и кредитов овернайт. Изменение ситуации на валютном рынке в ноябре вызвало новое увеличение доходности облигаций. Дополнительным фактором снижения спроса на **ОБР** послужило окончание срока действия объявленного 17 августа моратория на выплаты по кредитам нерезидентов, приведшее к некоторому повышению спроса на иностранную валюту и усилению оттока средств на валютный рынок.

По мере развития рынка **ОБР** Банк России продолжал расширять возможности держателей этих бумаг. Так, с ноября он начал проводить сделки репо на рынке **ОБР**. Эти сделки могли заключаться только с базовыми выпусками **ОБР**, к которым относились выпуски со сроком до погашения не менее 7 календарных дней. Операции репо на рынке **ОБР** проводились по той же схеме, что и подобные операции на рынке **ГКО—ОФЗ**. Срок сделок репо составлял 2 дня. В этом же месяце впервые состоялся аукцион репо

по **ОБР**. Средняя за месяц ставка отсечения на аукционе составила около 24% годовых. В декабре этот показатель превысил уже 29% годовых. При этом объемы операций, составлявшие в ноябре более 1 млрд руб., в декабре снизились до 0,2 млрд руб.

До конца 1998 г. было размещено 12 выпусков **ОБР**, в том числе пять выпусков на аукционе и семь — на вторичных торгах; погашено восемь выпусков этих облигаций. Объем четырех выпусков **ОБР**, находившихся в обращении на 1 января 1999 г., составлял 2,3 млрд руб. по номиналу. Последний выпуск **ОБР** был погашен 17 февраля 1999 г. Итогом четырех месяцев работы рынка **ОБР** стало продолжение торговли ценными бумагами на организованном рынке и предоставление рынку инструмента регулирования банковской ликвидности.

Торги на рынке **ГКО—ОФЗ** возобновились в январе 1999 г. Наряду с традиционными в обращении появились новые виды государственных ценных бумаг. К первым относились очередные серии **ГКО** с небольшим сроком обращения, низкой доходностью и относительно высокой ликвидностью, а также ранее выпущенные и ставшие малоликвидными **ОФЗ**. нарицательная стоимость этих бумаг не изменилась, т.е. составляла 1 тыс. руб. Ко вторым относились среднесрочные **ОФЗ** с нулевым купонным доходом и номинальной стоимостью 10 руб., в частности так называемые инвестиционные **ОФЗ**. Эти бумаги позволяли погашать задолженности бюджету и принимались по нарицательной стоимости в оплату уставных капиталов банков. Их рыночная стоимость изменялась в пределах 15—30% номинала, поэтому они были относительно доходными и малоликвидными.

Торговый оборот рынка **ГКО—ОФЗ** в первой половине 1999 г. составлял всего 2,5—3,0% докризисного уровня в рублевой части и примерно 1% в валютной. Помимо существенного снижения ликвидности фондовых инструментов произошел значительный рост (до 3 раз) комиссии ММВБ, взимаемой с профессиональных участников рынка. Все это свидетельствовало об утрате рынком государственных ценных бумаг своей былой привлекательности.

В конце 1999 г. был проведен закрытый (неофициальный) аукцион по размещению так называемых новых **ГКО**. Он предназначался для одного из крупнейших участников этого рынка — банка Credit Suisse First Boston. Доходность бумаг составила всего 4,5% годовых. Они пользовались большим спросом у иностранных инвесторов, поскольку позволяли решать проблему средств, замороженных в старых **ГКО**.

В феврале 2000 г. был проведен первый официальный аукцион по размещению двух выпусков новых **ГКО** объемом по 2,5 млрд руб. каждый. Один из них предназначался для иностранных инвесторов,

а другой — для российских. Доходность размещенных бумаг составила в среднем 20,1%. Во второй половине года доходность очередных эмиссий этих инструментов снизилась до **17–18%**.

В июле 2000 г. завершилось обращение ОГСЗ, выпущенных до кульминации кризиса. Учитывая дефицит привлекательных для инвесторов инструментов, Министерство финансов РФ приняло решение о возобновлении эмиссии ОГСЗ за счет сокращения объема выпуска ОФЗ. Был проведен аукцион по размещению очередной серии этих бумаг.

Полугодовая купонная ставка по новым ОГСЗ определялась исходя из официального уровня инфляции за предшествующие 6 месяцев, увеличенного на 1,5%. Последующие выпуски этих бумаг проводились в аналогичных **условиях**. Новые ОГСЗ стали первыми индексируемыми по уровню инфляции инструментами рынка внутреннего государственного долга.

В 2001 г. эмиссия новых государственных краткосрочных ценных бумаг продолжилась. Они выпускались для финансирования кассовых разрывов бюджета, а также для уменьшения задолженности по внешним заимствованиям. Их доходность составляла **13–15%**, а сроки обращения — 98 и 196 дней в зависимости от выпуска. Масштабы эмиссии новых ГКО были строго увязаны с бюджетным дефицитом.

Аукционы по их размещению проходили, как и прежде, на ММВБ. Операции осуществлялись официальными дилерами Центрального банка РФ. Новые ГКО были предназначены для резидентов и нерезидентов, являлись предъявительскими бумагами и подлежали централизованному хранению и **погашению**. Несмотря на негативный опыт недалекого прошлого, банки вновь покупали ГКО. Им было необходимо размещать большой объем скопившейся рублевой массы, а кредитованию реального сектора экономики по-прежнему уделялось мало внимания. Объемы эмиссии старых и новых ГКО были несопоставимы. Погашение этих бумаг до кризиса осуществлялось в размере 6 млрд руб. (1 млрд долл.) еженедельно. После кризиса эти показатели существенно снизились.

Возобновление выпуска ГКО можно рассматривать как восстановление рынка государственных ценных бумаг в качестве неинфляционного источника финансирования бюджетного дефицита. Однако восстановительный период пока не завершен. В течение этого периода рынок государственных ценных бумаг будет развиваться консервативными темпами, постепенно наращивая объемы операций и расширяя круг участников. Залогом его успешного развития должны послужить стабилизация и рост реального сектора экономики, создающие основу бездефицитного бюджета. До полного вос-

становления рынок государственных ценных бумаг не будет широко использоваться для пополнения бюджетных ресурсов.

Рынок корпоративных ценных бумаг, в частности акций, пострадавший от кризиса значительно сильнее, начал проявлять первые **признаки** оживления в середине 1999 г. В этот период котировки наиболее ликвидных акций выросли на **10–15%**. Однако основные причины достаточно мощного роста котировок носили не столько экономический, сколько политический характер. Как и прежде, это было связано с очередным решением международных кредиторов оказать финансовую помощь стране. Кроме того, произошло повышение мировых цен на энергоносители и улучшение конъюнктуры международных рынков капитала, в частности фондового рынка США.

Перспективы развития. В настоящее время в России, как и во многих других странах, наблюдается тенденция расширения банковских операций с ценными бумагами. Однако суммарная рыночная капитализация российских банков (стоимость всех видов ценных бумаг, выпущенных банками) все еще несравненно мала в сопоставлении с другими, в том числе развивающимися, странами, млрд долл.: США — 850, Англия — 350, Япония — 300, Китай — 200, Россия — 20.

Начиная с середины 1999 г. в России быстро развивался рынок корпоративных облигаций. Можно говорить о возникновении нового сегмента отечественного рынка, не менее привлекательного, чем рынок государственных ценных бумаг. Расширяется сектор долгосрочного привлечения ресурсов, а также оказание посреднических услуг при первичном размещении ценных бумаг (андеррайтинг).

Быстрыми темпами развивался и вторичный рынок корпоративных облигаций. На ММВБ в середине 2001 г. ежедневный объем оборота этих инструментов занимал в среднем 40% оборота рынка государственных бумаг, составлявшего около 500 млн руб. К началу 2003 г. было достигнуто равенство этих показателей.

Для дальнейшего развития этого рынка необходимо существенное снижение затрат на эмиссию ценных бумаг. До 2005 г. в РФ размер налога составлял 0,2% объема эмиссии против 0,026% в США, например. Затем он был заменен государственной пошлиной, размер которой зависел от вида действий ФСФР при регистрации выпусков эмиссионных ценных бумаг.

Продолжает сохраняться ограниченность инструментария российского рынка ценных бумаг. На биржевом рынке по-настоящему ликвидными могут считаться акции лишь **пяти—семи** компаний и менее **10** выпусков государственных и корпоративных облигаций. Это существенно ниже, чем в других странах: в США число эмитентов, чьи акции котируются на национальных фондовых биржах, составляет 8000, в Англии — 3000, Китае — 1100, Южной Корее — 700.

Поэтому одним из главных направлений развития российского рынка ценных бумаг является существенное увеличение числа обращающихся **инструментов**¹. Для этого необходимо:

- расширение операций кредитования под залог государственных и корпоративных ценных бумаг (операций репо), в частности продажи Банком России бумаг из собственного портфеля с обязательством обратного выкупа;
- развитие рынков биржевой торговли инвестиционными паями ПИФ, ипотечными облигациями, срочными производными инструментами;
- организация международного сектора рынка ценных бумаг, т.е. осуществление на российских биржах листинга и обращения акций и долговых бумаг, входящих в расчет фондовых индексов **Dow-Jones**, **Nikkei** и др.

В соответствии с принятыми Правительством РФ основными направлениями экономического развития требуется законодательное закрепление возможности обращения иностранных ценных бумаг на российском рынке. Необходимо также принятие законов об инвестиционных фондах, об эмиссионных ипотечных ценных бумагах; изменение закона об ипотеке (залоге недвижимости); внесение поправок в ГК РФ, земельное законодательство и др.

Среди других перспективных задач развития отечественного рынка ценных бумаг — преодоление синдрома недоверия к нему инвесторов. В развитых странах главная составляющая структуры всех инвесторов — физические лица, действующие напрямую или через пенсионные и паевые фонды, брокерские фирмы и банки и др. В Российской Федерации численность инвесторов этой категории составляет лишь несколько десятков тысяч обеспеченных граждан.

Одним из важных направлений в решении этой задачи можно считать развитие использования автоматизированных систем фондовой торговли, реализуемых через Интернет.

Широкое развитие систем фондовой торговли с использованием Интернета и других прогрессивных технологий способно обеспечить доступ на российский рынок ценных бумаг существенно большего круга граждан страны и зарубежных инвесторов. Однако и здесь имеются нерешенные проблемы: ограниченность юридического обеспечения, в частности наличие нерешенных вопросов оформления сделок (например, электронная подпись); фискальный характер налогового законодательства, в частности удержание налога на доходы физических лиц с оборота совершенных сделок, независимо от их прибыльности или убыточности и др.

¹ Информационно-аналитические материалы 3-й банковской конференции «Перспективы развития рынка финансовых услуг в России», Сочи. М., 2001.

В недалекой перспективе фондовые операции, очевидно, не будут приносить высоких прибылей, поэтому их экономическая эффективность приобретет первостепенное значение. Вероятно, усложнится организационная структура российского рынка, произойдет дальнейшее совершенствование правовой основы его функционирования и т.д.

Современный рынок ценных бумаг Российской Федерации активно развивается, растет его значение как одной из важнейших сфер макроэкономики страны. Можно говорить об определенном прогрессе на этом пути. Государство совместно с другими профессиональными участниками рынка активно формирует его инфраструктуру. Являясь самодостаточной экономической системой, России не тяготеет ни к одному из мировых финансовых центров, поддерживая отношения с ними и стремясь стать самостоятельным финансовым центром, сформировать собственную модель рынка ценных бумаг на основе учета мирового опыта, национальных интересов и традиций.

Приложение 1 к гл. 22

Договор поручения № _____

г. Москва

« _____ » _____ 2008 г.

_____, именуемое в дальнейшем «Продавец», в лице _____, действующее на основании _____, с одной стороны, и Открытое акционерное общество _____, именуемое в дальнейшем «Поверенный», в лице _____, действующее на основании Устава, с другой стороны, именуемые в дальнейшем «Стороны», заключили настоящий Договор о нижеследующем:

1. Предмет Договора

1.1. Продавец поручает Поверенному осуществить поиск Покупателей (в дальнейшем Покупатели) на права требования по долгам (дебиторскую задолженность) _____.

Права требования должны быть подтверждены документами: исполнительными листами, актами сверок, актами выполненных работ, договорами и другими первичными документами.

1.2. По каждому праву требования по долгу (дебиторской задолженности) могут быть подписаны дополнительные соглашения, являющиеся неотъемлемой частью Договора.

1.3. Поверенный обязуется проводить поиск Покупателей в течение срока действия настоящего Договора.

2. Права и обязанности Сторон

2.1. Поверенный обязуется:

2.1.1. Проводить поиск Покупателей на реализуемые права требования по долгам (дебиторскую задолженность) в соответствии с условиями и сроками, указанными настоящим Договором.

2.1.2. Использовать все имеющиеся у Поверенного ресурсы и возможности для выполнения поручения.

2.1.3. Выставить на продажу реализуемую дебиторскую задолженность в информационно-торговой системе «Российский рынок долговых обязательств» и осуществить рекламную кампанию по продаже долга в СМИ.

2.1.4. Проводить первоначальные переговоры с потенциальными покупателями.

2.1.5. Предоставить письменный отчет Продавцу после выполнения поручения или окончания срока действия настоящего договора и направить отчет по электронной почте или факсу.

2.1.6. При исполнении поручения руководствоваться интересами Продавца.

2.2. Продавец обязуется:

2.2.1. Передать копии документов (договоров поставки, исполнительных листов и др.), подтверждающих право требования по долгам (дебиторскую задолженность).

2.2.2. Оплатить в течение 3 банковских дней после подписания договора частичные расходы Поверенного на проведение мероприятий по исполнению поручения в сумме, эквивалентной 200 долл. США (в том числе НДС) по курсу ЦБ РФ на день оплаты за каждое реализуемое право требования по долгу.

2.2.3. Выплатить вознаграждение Поверенному в соответствии с п. 3.3 данного Договора.

2.2.4. Незамедлительно информировать Поверенного о всех изменениях, происходящих в структуре реализуемой дебиторской задолженности.

2.3. Продавец гарантирует, что реализуемые права требования по долгам (дебиторская задолженность) являются действительными, под арестом, в залоге не состоят, не переданы третьим лицам, свободны от каких-либо притязаний третьих лиц и право собственности на них никем не оспаривается. Всю ответственность за предоставленные документы и наличие прав требований несет Продавец.

3. Цена Договора и порядок расчетов

3.1. Номинальная стоимость прав требований по долгам (дебиторских задолженностей), планируемых к продаже, определяется в п. 1.1 или дополнительных соглашениях к данному Договору.

3.2. Оплата прав требований по долгам (дебиторской задолженности) производится непосредственно от Покупателя Продавцу по безналичному расчету или в любой другой форме по согласованию Продавца и Покупателя.

3.3. Вознаграждение за выполнение поручения, предусмотренного в п. 1 настоящего Договора, составляет 3% номинала (общей суммы) реализуемых прав требований по долгам (дебиторской задолженности) и оплачивается Продавцом на расчетный счет Поверенного в течение 2 банковских дней с момента получения Продавцом оплаты от Покупателя.

3.4. В случаях, если Должник самостоятельно погасит задолженность перед Продавцом (произведет оплату денежными средствами, осуществит поставку товара, предоставит услуги) в период действия настоящего Договора поручения, Продавец гарантирует выплатить **вознаграждение** Поверенному в размере 1 (одного) процента от номинала (общей суммы) погашенной задолженности и перечислить сумму вознаграждения на расчетный счет Поверенного в течение 2 банковских дней с момента получения Продавцом оплаты от Должника.

4. Ответственность Сторон

4.1. За нарушение условий настоящего Договора Сторона, допустившая нарушение, возмещает другой Стороне причиненные этим **убытки** в порядке, предусмотренном действующим законодательством и настоящим Договором.

4.2. Все споры и разногласия Стороны обязуются разрешать путем переговоров, в случае невозможности мирного решения Стороны обращаются в Арбитражный суд г. Москвы.

5. Срок действия Договора

5.1. Настоящий Договор вступает в силу с момента его подписания уполномоченными представителями Сторон и скрепления подписей печатями.

5.2. Настоящий Договор действует в течение 3 месяцев с момента его подписания с возможностью его пролонгации на тот же срок по согласованию Сторон.

5.3. Настоящий Договор может быть расторгнут по взаимному согласию Сторон в любое время.

6. Прочие условия

6.1. Настоящий Договор имеет силу доверенности Продавца на право осуществления действий, указанных в настоящем Договоре поручения.

6.2. Дополнительные соглашения, приложения к Договору являются неотъемлемой частью настоящего Договора.

6.3. Все изменения и дополнения к данному Договору являются неотъемлемой его частью и должны быть отражены в дополнительном соглашении к данному Договору, в **письменной форме**, с подписями и печатями обеих Сторон.

6.4. В случаях, не предусмотренных настоящим Договором, Стороны руководствуются действующим законодательством РФ.

6.5. Настоящий Договор составлен и подписан в двух экземплярах, имеющих равную юридическую силу, по одному для каждой из Сторон.

7. Адреса и реквизиты Сторон

«Продавец»

Р/сч:
К/сч:
ИНН:
ОКПО:

«Поверенный»:

Открытое акционерное общество
Юридический адрес:
Почтовый адрес:
Р/сч:
БИК:
ИНН:
ОКПО:

Директор: БИК:
 ОКВЭД:

Приложение 2 к гл. 22

Дополнительное соглашение №___

к Договору поручения №_____ г. Москва «___»_____ 2008 г.

_____, именуемое в дальнейшем «Продавец», в лице _____, действующий на основании _____, с одной стороны и Открытое акционерное общество _____, именуемое в дальнейшем «Поверенный», в лице _____, действующее на основании Устава, с другой стороны, именуемые в дальнейшем «Стороны», заключили настоящее Дополнительное соглашение о нижеследующем:

1. Продавец поручает Поверенному осуществлять поиск покупателей на следующие дебиторские **задолженности**:

Наименование дебиторов	Право требования на сумму (номинал)	Планируемая цена продажи

Всего на сумму: _____ рублей.

2. Копии документов, подтверждающих право требования по долгам (дебиторскую задолженность), передаются Поверенному в день подписания Договора или Дополнительного соглашения.

3. Срок реализации прав требований по долгам (дебиторской задолженности) устанавливается 3 месяца с момента подписания Дополнительного соглашения, являющегося неотъемлемой частью Договора поручения.

4. Вознаграждение Поверенного по данному Договору и Дополнительному соглашению составляет 3% (три процента) от номинала (общей суммы) реализуемых прав требований по долгам (дебиторской задолженности) и оплачивается Продавцом на расчетный счет Поверенного в течение 2 банковских дней с момента получения Продавцом оплаты от Покупателя.

5. Оплатить в течение 3 банковских дней после подписания Договора частичные расходы Поверенного на проведение мероприятий по исполнению поручения в сумме, эквивалентной 200 долл. США (в том числе НДС) по курсу ЦБ РФ на день оплаты за каждое реализуемое право требования по долгу.

6. В случаях, если Должник самостоятельно погасит задолженность перед Продавцом (произведет оплату денежными средствами, осуществит поставку товара, предоставит услуги) в период действия настоящего Договора поручения, Продавец гарантирует выплатить вознаграждение Поверенному в размере 1 (одного) процента от номинала (общей суммы) погашенной задолженности и перечислить сумму **вознаграждения** на расчетный счет Поверенного в течение 2 банковских дней с момента получения Продавцом оплаты от Должника.

7. Настоящее Дополнительное соглашение составлено и подписано в двух экземплярах, имеющих равную юридическую силу, по одному для каждой из Сторон.

Реквизиты Сторон:

«Продавец»

К/сч:
ИНН:
БИК:

«Поверенный»:

Открытое акционерное общество
Юридический адрес:
Почтовый адрес:
К/сч:
ИНН:

Глава 23

Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России

23.1. Регулирование рынка ценных бумаг: цели и принципы

Регулирование рынка ценных бумаг необходимо для упорядочения деятельности на нем всех его участников и операций между ними организациями, **уполномоченными** на эти действия. Регулирование рынка ценных бумаг охватывает:

- государственное регулирование;
- регулирование со стороны профессиональных участников рынка ценных бумаг, или саморегулирование рынка. Государство может передать часть своих функций по регулированию уполномоченным или отобранным им организациям профессиональных участников рынка ценных бумаг; последние также могут договориться о том, что созданная ими организация получает некие права регулирования по отношению ко всем участникам данной организации;
- общественное регулирование, или регулирование через общественное мнение, поскольку реакция широких слоев общества в целом на какие-то действия на рынке ценных бумаг способна стать первопричиной тех или иных регулятивных действий государства или профессионалов рынка.

Цели регулирования рынка ценных бумаг:

- поддержание порядка на рынке, создание нормальных условий для работы всех участников рынка;
- защита участников рынка от недобросовестности и мошенничества отдельных лиц или организаций, от преступных организаций;
- обеспечение свободного и открытого процесса ценообразования на ценные бумаги на основе спроса и предложения;

- создание эффективного рынка, на котором всегда имеются стимулы для предпринимательской деятельности, а каждый риск адекватно вознаграждается;
- формирование (в определенных случаях) новых рынков, поддержку необходимых обществу рынков и рыночных структур, рыночных начинаний и нововведений;
- достижение каких-либо общественных результатов (например, повышение темпов роста экономики, снижение уровня безработицы и т.д.).

Процесс регулирования на рынке ценных бумаг включает в себя:

- создание нормативной базы функционирования рынка — разработку законов, постановлений, инструкций, правил, методических положений и других нормативных актов, которые ставят функционирование рынка на общепризнанную и всеми соблюдаемую основу;
- отбор профессиональных участников рынка, соответствующих определенным требованиям по знаниям, опыту и капиталу;
- контроль за выполнением всеми участниками рынка норм и правил функционирования рынка;
- систему санкций за отклонение от норм и правил, установленных на рынке.

Принципы регулирования российского рынка ценных бумаг зависят от существующих в стране политических и экономических условий и при этом отражают проверенную временем историческую практику мирового рынка ценных бумаг. Основные принципы регулирования:

- разделение подходов в регулировании отношений между эмитентом и инвестором, с одной стороны, и участниками рынка — с другой. В первом случае регулируются отношения между владельцем прав по ценной бумаге и лицом, по ней обязанным, во втором — отношения, которые возникают в момент заключения и исполнения сделки между эмитентом и профессиональным участником, инвестором и **профессиональным** участником или между профессиональными участниками;
- выделение из всех видов ценных бумаг так называемых инвестиционных — выпускаемых массово, **сериями**, рынок которых может быть быстро организован. Именно такие бумаги нуждаются в тщательном регулировании, поскольку, оперируя подобными инструментами, злоумышленники могут нанести большой ущерб участникам рынка;
- максимально широкое использование процедур раскрытия информации обо всех участниках рынка — эмитентах, крупных инвесторах и профессиональных участниках;

- обеспечение конкуренции как механизма объективного повышения качества услуг и снижения их стоимости. Все субъекты регулирования имеют равные права перед регулирующими органами;
- разделение полномочий между регулирующими органами. Нормотворчество и нормоприменение не могут совмещаться в одном лице;
- обеспечение гласности нормотворчества, широкое публичное обсуждение путей решения проблем рынка;
- соблюдение принципа преемственности российской системы регулирования рынка ценных бумаг, имеющей определенную историю и традиции;
- оптимальное распределение функций регулирования рынка ценных бумаг между государственными и негосударственными органами управления — коммерческими и общественными организациями.

Функции государства в регулировании рынка ценных бумаг следующие:

- концептуальная и законодательная функция (концепция развития рынка, программа ее реализации, управление программой, законодательные акты для запуска и развития рынка);
- концентрация ресурсов (государственных и частных) на цели строительства и в первую очередь на опережающее создание инфраструктуры;
- установление правил игры — требований к участникам операционных учетных стандартов;
- контроль за финансовой устойчивостью и безопасностью рынка (регистрация и контроль за входом на рынок, регистрация ценных бумаг, надзор за финансовым состоянием инвестиционных институтов, принятие мер по их оздоровлению, контроль за соблюдением правовых и этических норм, применение санкций);
- создание системы информации о состоянии рынка ценных бумаг, ее открытость для инвесторов;
- формирование системы защиты инвесторов от потерь (государственные или смешанные схемы страхования инвестиций);
- предотвращение негативного воздействия на фондовый рынок других видов государственного регулирования (монетарного, валютного, фискального, налогового);
- предупреждение чрезмерного развития рынка государственных ценных бумаг (отвлекающего часть денежного предложения инвестиционных ресурсов на покрытие непроизводительных расходов государства).

Большинство этих задач в настоящее время еще не решены либо находятся в стадии проработки. Государство — крупнейший эмитент (финансирование государственного долга) и инвестор (государственная собственность в ценных бумагах предприятий и банков, централизованные капитальные вложения через инвестиции в ценные бумаги); макроэкономический регулятор, использующий инструменты рынка ценных бумаг в операциях на открытом рынке для проведения своей денежной политики; крупнейший дилер на рынке государственных ценных бумаг.

23.2. Нормативные документы, регулирующие рынок ценных бумаг

Основные законодательные акты, которыми регулируется российский рынок ценных бумаг (все по состоянию на сегодняшний день):

Гражданский кодекс РФ, части I и II (1995—1996);
 Закон «О банках и банковской деятельности» (2003);
 Закон «О Центральном банке Российской Федерации» (2002);
 Закон «О приватизации государственных и муниципальных предприятий в РСФСР» (1991);
 Закон «О товарных биржах и биржевой торговле» (1992);
 Закон «О валютном регулировании и валютном контроле» (2003);
 Закон об акционерных обществах (1996);
 Закон «О рынке ценных бумаг» (1996);
 указы Президента по развитию рынка ценных бумаг;
 постановления Правительства РФ (в основном касаются регулирования и развития рынка государственных ценных бумаг во всех их разновидностях).

Главный документ, регулирующий отношения государства с инвесторами, — Закон «О государственном внутреннем долге РФ»; он определяет понятие государственного долга, а также выделяет среди прочих его форм государственные займы, осуществляемые с помощью эмиссии ценных бумаг. Контроль за состоянием государственного долга был возложен на Верховный Совет РФ, затем — на Государственную Думу; управление долгом — на Правительство РФ. Обслуживание государственного долга осуществляет Центральный банк Российской Федерации.

Закон закрепил как эмитента ценных бумаг Правительство РФ, которое уполномочено определять условия и порядок эмиссии государственных долговых обязательств и нести ответственность по ним. Эта ответственность не распространяется на ценные бумаги, эмитированные субъектами Федерации и местными органами власти.

Нормативным документом, регулирующим рынок ценных бумаг, является Положение о выпуске и обращении ценных бумаг на фондовых биржах в России. В документе формулируется определение государственных долговых обязательств, а также устанавливается, что среди прочих эмитентами ценных бумаг могут выступать государство, государственные органы и органы местной власти.

Важнейшим документом, регулирующим российский фондовый рынок в целом, стал Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», согласно которому эмитентами ценных бумаг помимо других юридических лиц могут становиться органы исполнительной власти и органы местного самоуправления. В законе систематизируется терминология фондового рынка, классифицируются виды ценных бумаг, виды профессиональной деятельности и участники рынка, регламентируются вопросы организации фондовой биржи, рассматриваются вопросы информационного обеспечения рынка ценных бумаг, в частности вопросы раскрытия информации эмитентами, ответственности за использование служебной информации, рекламы на фондовом рынке.

23.3. Органы контроля и надзора

Структура государственных органов, регулирующих рынок ценных бумаг на федеральном уровне, достаточно сложна. Это обуславливают:

- смешанная (банковская и небанковская) модель рынка, где регулирующие инстанции — Центральный банк РФ и **небанковские государственные** органы;
- масштабная приватизация, в ходе которой значительная часть государственных предприятий превратилась в акционерные общества, возникли инвестиционные фонды, произошло в огромных масштабах первичное размещение акций приватизированных предприятий. Все это привело к активному вмешательству в регулирование рынка приватизационного агентства;
- неустойчивость и конкуренция российских властных структур.

К основным государственным органам, регулирующим рынок ценных **бумаг** в России на федеральном уровне, относятся Главное правовое управление и Контрольное управление Администрации Президента РФ. Первое непосредственно участвует в работе Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг; второе осуществляет специальный мониторинг выполнения указов и распоряжений Президента РФ, связанных с приватизацией и рынком ценных бумаг.

Правительство РФ. Правительство РФ осуществляет общее руководство развитием рынка ценных бумаг через федеральные ор-

ганы исполнительной власти, ведет законопроектную деятельность, осуществляя подготовку проектов указов и распоряжений Президента РФ, а также федеральных законов в области ценных бумаг, назначает и контролирует работу главных исполнителей по подготовке нормативных актов (Минфин РФ, Минэкономразвития РФ и т.д.). Порядок указанной работы утвержден Постановлением Правительства РФ «Об утверждении временного Положения о законопроектной деятельности Правительства Российской Федерации» от 19 июня 1994 г. № 733.

Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР) РФ является федеральным органом исполнительной власти по проведению государственной политики в области рынка ценных бумаг, контролю за деятельностью профессиональных участников рынка ценных бумаг, обеспечению прав инвесторов, акционеров и вкладчиков.

ФСФР подчиняется непосредственно Президенту РФ по вопросам, закрепленным за ним Конституцией и законодательством РФ. Структурно состоит из шести руководящих членов: председателя, являющегося по должности федеральным министром, первого заместителя председателя, трех заместителей председателя и секретаря.

Постановления ФСФР по вопросам, отнесенным к ее компетенции, обязательны для исполнения федеральными министерствами и иными органами исполнительной власти, органами исполнительной власти субъектов РФ и органами местного самоуправления, а также профессиональными участниками рынка ценных бумаг и их саморегулируемыми организациями.

Федеральная комиссия принимает решения по вопросам регулирования рынка ценных бумаг, деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг и контроля за соблюдением законодательства Российской Федерации и нормативных актов о ценных бумагах. **Решения** Федеральной комиссии принимаются в форме постановлений.

ФСФР издает распоряжения по вопросам выдачи, приостановления и аннулирования генеральных лицензий на осуществление лицензирования профессиональных участников рынка ценных бумаг, лицензий на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и иных лицензий, а также по вопросам, имеющим распорядительный или индивидуальный характер, не требующим принятия постановлений в соответствии с федеральным законом.

Министерство финансов РФ. На рынке ценных бумаг Министерство финансов выполняет функции представителя эмитента государства, все функции по выпуску государственных ценных бумаг на федеральном уровне, государственного органа регулирования рынка.

В качестве эмитента государства Министерство финансов России разрабатывает цели и условия выпуска ценных бумаг, заключает договоры на первичное их размещение, оказывает организационно-техническое содействие в создании первичного и ликвидного вторичного рынков государственных долговых обязательств, создает систему льгот, обеспечивающих спрос на них, определяет цены первичного размещения и т.п.

Будучи государственным органом регулирования рынка, Минфин РФ:

- устанавливает правила совершения операций на рынке, учета и отчетности по сделкам с фондовыми инструментами (на практике для всех участников, за исключением банков, депозитариев, регистраторов, из сферы регулирования Минфина выведен также оборот валютных ценностей);
- аттестует специалистов на право ведения операций с ценными бумагами (за исключением персонала банков), контролирует использование квалификационных аттестатов, применяет санкции;
- регистрирует выпуски ценных бумаг (за исключением ценных бумаг банков и акций чековых инвестиционных фондов);
- регулирует совместно с Банком России выпуск и обращение государственных ценных бумаг;
- ведет Единый государственный реестр зарегистрированных в РФ ценных бумаг (за исключением акций банков и чековых инвестиционных фондов) и обеспечивает его публикацию;
- контролирует приобретение крупных пакетов акций;
- лицензирует производство и ввоз на территорию РФ бланков ценных бумаг;
- ведет государственный реестр акционерных обществ;
- ведет реестр инвестиционных институтов;
- осуществляет подготовку специалистов по ценным бумагам через подведомственную **систему** финансовых колледжей.

Банк России. Это профессиональный участник рынка ценных бумаг, активно ведущий операции с ценными бумагами, а также государственный орган регулирования рынка. Будучи агентом Правительства РФ по размещению государственных ценных бумаг, Банк России по сути выполняет функции инвестиционной компании по обслуживанию первичного размещения ценных бумаг. Вкладывая в государственные фондовые ценности собственные ресурсы, Банк России выполняет функции дилера. Кроме того, Банк России создает вторичный рынок государственных ценных бумаг, будучи на нем финансовым брокером, работающим по поручению Правительства. Он также выполняет функции депозитария, клирингового и рас-

четного центра по операциям с отдельными выпусками государственных ценных бумаг, являясь в этом смысле специализированной организацией по учету, хранению, расчетам по операциям с фондовыми ценностями.

Осуществляя кассовое исполнение государственного бюджета, Банк России выполняет функции агента по платежам, связанного с обслуживанием внутреннего государственного долга в форме ценных бумаг.

Банк России использует операции с государственными ценными бумагами в качестве инструмента денежно-кредитной политики. Это также орган государственного регулирования для коммерческих банков — профессиональных участников рынка ценных бумаг, а зачастую — консультант Правительства и парламентских органов, координатор в объединении ресурсов для разработки новых систем торговли ценными бумагами, например по торговле государственными краткосрочными облигациями, участвует в разработке законодательных актов о финансовом рынке, трасте, векселях.

Согласно законам РФ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» и «О банках и банковской деятельности в Российской Федерации» Банк России на рынке ценных бумаг осуществляет:

- установление для банков правил совершения операций на рынке, учета и отчетности по сделкам с фондовыми инструментами;
- регулирование и контроль операций банков с ценными бумагами;
- аттестацию специалистов банков на право ведения операций с ценными бумагами;
- регистрацию выпусков ценных бумаг банков;
- регулирование выпуска и обращения государственных ценных бумаг (совместно с Минфином России);
- ведение реестра ценных бумаг банков;
- регистрацию и ведение реестра акционерных обществ — банков;
- подготовку специалистов по ценным бумагам через систему банковских колледжей.

Кроме того, в соответствии с Законом РФ «О валютном регулировании и валютном контроле» от 10 декабря 2003 г. Банк России регулирует обращение ценных бумаг — валютных ценностей в части банковских и небанковских операций.

Значительную часть регулирующих функций по рынку ценных бумаг Банк передал своим территориальным управлениям.

Особая сфера ответственности Банка России — операции на открытом рынке, инструментом которых являются ценные бумаги, а целью — регулирование объемов денежной массы в обращении.

Российский фонд федерального имущества выполняет на рынке ценных бумаг следующие функции:

- продажи акций в процессе приватизации;
- управления портфелем акций, находящихся в собственности государства, включая осуществление полномочий собственника на собрании акционеров;
- приобретения от имени государства участия в акционерных капиталах.

Федеральная антимонопольная служба РФ. В соответствии с Законом РФ «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках» и рядом нормативных актов в области ценных бумаг ФАС осуществляет:

- согласование крупнейших выпусков ценных бумаг;
- определение порядка признания юридических лиц контролирующими друг друга, согласование приобретения 35% или более акций одного эмитента, или акций, обеспечивающих более 50% голосов акционеров;
- согласование создания холдинговых компаний при преобразовании государственных предприятий в акционерные общества, определение пакета акций как контрольного;
- согласование создания акционерных обществ путем добровольных объединений государственных предприятий;
- согласование создания финансово-промышленных групп;
- контроль рекламной деятельности в области ценных бумаг, обеспечивая добросовестную конкуренцию и защиту прав потребителей на получение достоверной информации, приостановление лицензий на право операций с ценными бумагами по результатам контроля;
- регулирование обращения товарных, фьючерсных и опционных контрактов через Комиссию по товарным биржам.

Министерство экономического развития РФ — Минэкономразвития РФ традиционно отвечало за общеэкономическую политику и распределение централизованных инвестиций. В настоящее время происходит последовательное усиление деятельности Минэкономразвития РФ на рынке ценных бумаг:

- в разработке политики формирования рынка в рамках общеэкономической политики;
- в законотворческой области;
- в стремлении создать и в последующем регулировать схему инвестирования централизованных государственных средств на капитальные цели через портфельные вложения в ценные бумаги;
- в экспертизе и согласовании создания финансово-промышленных групп.

23.4. Саморегулируемые организации рынка ценных бумаг

Большая роль на рынке ценных бумаг принадлежит также создаваемым по **инициативе** участников рынка и на профессиональной основе саморегулируемым организациям дилеров, брокеров, депозитариев, инвестиционных фондов и других специализированных институтов, функционирующих на рынке ценных бумаг.

Саморегулируемые организации рынка ценных бумаг — это добровольные объединения профессиональных участников, находящиеся в отношениях с государством (государство передает саморегулируемой организации часть своих функций).

По российским правовым нормам саморегулируемые организации могут принимать форму ассоциаций, профессиональных союзов и профессиональных общественных организаций. Их функции соответствуют общепринятым в мировой практике:

- саморегулирование деятельности участников на рынке **ценных** бумаг;
- поддержание высоких профессиональных стандартов и подготовка персонала;
- развитие инфраструктуры финансового рынка;
- проведение совместных научных разработок;
- коллективное предпринимательство в своих интересах и защита интересов инвесторов.

Надзор за деятельностью саморегулируемых организаций, контроль за их созданием в России осуществляет Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг.

Различают несколько видов саморегулируемых организаций.

Международные организации (например, Federation International des Bourses de Valeurs — Международная организация фондовых бирж).

Национальные организации. Обычно в каждой стране есть саморегулируемые организации, претендующие на представительство интересов всего профессионального мира, связанного с финансовым рынком той или иной страны.

Региональные саморегулируемые организации могут учреждаться при наличии относительно замкнутых региональных финансовых рынков.

Для защиты своих интересов собственные саморегулируемые организации также создают эмитенты, институциональные и частные инвесторы. Такие организации могут разрабатывать свои собственные правила и стандарты деятельности на рынке ценных бумаг.

Утвержденные в 1996 г. положения Комплексной программы мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров и Концепции развития рынка ценных бумаг в РФ устанавливают обязательное

членство профессиональных участников в саморегулируемых организациях. На начало 2000 г. в России функционировали две саморегулируемые организации: НАУФОР и Профессиональная ассоциация регистраторов трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД). Последняя занимается разработкой правил и стандартов деятельности по учету и осуществлению перехода прав на ценные бумаги, депозитарной деятельности.

С 2000 г. членство профессиональных участников рынка в саморегулируемых организациях добровольное. В 2000 г. была также учреждена Национальная ассоциация управляющих, объединившая в основном интересы компаний, работающих с активами различных фондов. В 2000 г. лицензию СРО получила Национальная фондовая ассоциация, основную массу участников которой составляют кредитные организации.

Саморегулируемые организации отличаются в основном узкопрофильной принадлежностью. Условия членства в разных саморегулируемых организациях таковы, что большинство профессиональных участников фондового рынка могут войти практически в любой фондовый профессиональный союз; в результате все чаще возникают вопросы возможной конкурентной борьбы между ассоциациями.

Во избежание конкуренции среди саморегулируемых организаций, а также для объединения их усилий в достижении общих целей ФСФР России предлагает образовать совет этих организаций непосредственно при ФСФР. Цель новой организации — создание в России единого правового поля и стандартов деятельности для всех категорий профессиональных участников и обеспечение взаимодействия саморегулируемых организаций между собой, с ФСФР и другими государственными организациями.

Повышению уровня инвестиционной активности компаний, прозрачности их деятельности и защиты прав акционеров должен способствовать созданный при ФСФР Координационный совет по корпоративному управлению с участием представителей государственных органов, международных финансовых организаций, профессиональных участников рынка ценных бумаг, эмитентов, российских и зарубежных инвесторов; на Совет возложена разработка Кодекса корпоративного управления (поведения) компаниями, чьи акции свободно обращаются на рынке ценных бумаг.

Кодекс должен установить требования:

- к уставным документам эмитента;
- дивидендной политике эмитента;
- процедуре созыва и проведения общего собрания акционеров эмитента;
- процедуре голосования по доверенности;

- правилам формирования совета директоров;
- правилам деятельности совета директоров;
- порядку определения вознаграждения членам совета директоров эмитента;
- порядку осуществления контроля за деятельностью исполнительного органа;
- правилам раскрытия информации;
- процедурам отбора и утверждения независимого аудитора;
- процедурам внутреннего контроля за совершением сделок с использованием инсайдерской информации, а также за совершением сделок, в которых имеется заинтересованность;
- процедурам принятия решений, связанных с реорганизацией и ликвидацией эмитента, включая и предоставление соответствующей информации;
- процедурам принятия решений об эмиссии ценных бумаг и осуществлении корпоративных действий (крупные приобретения и продажи активов, слияния, поглощения и пр.);
- принципам отношения эмитента с органами государственной власти и органами местного самоуправления.

Кодекс закрепит роль совета директоров как основного механизма, обеспечивающего участие акционеров в управлении эмитентом. В обязанности совета директоров должны входить: выработка стратегии развития эмитента, обеспечение раскрытия информации об эмитенте для акционеров и других заинтересованных лиц, создание внутренних контрольных механизмов, обеспечение соблюдения эмитентом правовых актов, обеспечение регулярной оценки деятельности менеджмента. В состав совета директоров должны входить комитеты по внутреннему аудиту, персоналу и назначениям, крупным сделкам, отношениям с органами государственной власти и органами местного самоуправления.

В Кодексе будут даны рекомендации по процедурам участия акционеров в управлении эмитентом (полномочия общего собрания акционеров, порядок информирования акционеров, возможность для акционеров осуществлять контроль за деятельностью советов директоров и т.п.). Отдельной регламентации требует процедура проведения общих собраний акционеров, которая также будет описана в Кодексе.

Наконец, Кодекс должен установить правила, обеспечивающие исполнение предусмотренных законодательством норм, регулирующих отношения эмитента с органами государственной власти и органами местного самоуправления, в частности правила, гарантирующие соблюдение прав государства или муниципального образования, являющегося акционером эмитента, механизмы участия представи-

телей государства или муниципального образования в органах управления эмитента.

Принципы, закрепляемые в Кодексе, ориентированы на компании, акции которых свободно обращаются на рынке; они формируют общую основу развития надлежащей практики в области управления рынком ценных бумаг России.

23.5. Налоговое регулирование рынка ценных бумаг в РФ

Особую роль в регулировании фондового рынка играет государственная система налогообложения. Она обладает мощной потенциальной возможностью стимулировать инвестиции и во многом определяет эффективность функционирования рынка ценных бумаг.

В РФ соответствии с Законом «О налоге на операции с ценными бумагами» в редакции 1995 г. (отменен с 01.01.2005), плательщиком эмиссионного налога являлись эмитенты ценных бумаг, а объектом налогообложения — регистрируемая номинальная стоимость их выпуска — объем эмиссии. Эмиссионным налогом облагались только выпуски акций, облигаций и жилищных сертификатов. Эмиссия инвестиционных паев налогообложению не подлежала. В результате долгих споров ставка налога на эмиссию в 2003 г. была снижена с 0,8 до **0,2%**, при этом налог не должен был превышать 100 тыс. руб. В США ставка аналогичного налога долгое время сохраняется на уровне 0,026%. Налог взимался в момент подачи документов на регистрацию проспекта эмиссии из прибыли, остающейся в распоряжении предприятия. Первичная эмиссия акций при учреждении **организации** налогом не облагалась.

С 1 января 2005 г. налог на эмиссию в размере 0,2% заменен государственной пошлиной, размер которой зависит от вида действий **ФСФР** при государственной регистрации выпусков эмиссионных ценных бумаг.

Главным документом налогового регулирования рынка ценных бумаг служит ч. 2 Налогового кодекса РФ, принятая в 2000 г., по состоянию на сегодняшний день. Налогообложению доходов физических лиц в этой сфере посвящены отдельные ст. 23 гл. 23, а при были юридических лиц — гл. 25.

Налог на доходы физических лиц. Налогом облагаются доходы от следующих источников в РФ и вне РФ:

- дивиденды и проценты, полученные от российских и иностранных организаций;
- доходы от реализации акций или иных ценных бумаг в РФ и вне РФ, а также долей участия в уставных капиталах российских и иностранных организаций.

Кроме того, налогом облагаются следующие доходы от операций с ценными бумагами, а также по фьючерсным и опционным биржевым сделкам с ценными бумагами:

- купли-продажи ценных бумаг, обращающихся и не обращающихся на организованном рынке ценных бумаг;
- с фьючерсными и опционными биржевыми сделками с ценными бумагами.

Доход (убыток) определяется как сумма доходов по совокупности сделок, совершенных за налоговый период (год), за вычетом суммы убытков (существует также понятие отчетного периода — квартал, полугодие, 9 месяцев).

Отдельные доходы не подлежат налогообложению:

- доходы, полученные от акционерных обществ акционерами в результате переоценки основных фондов в виде дополнительно полученных ими акций либо в виде разницы между новой и первоначальной и номинальной стоимостью акций;
- суммы процентов по государственным казначейским обязательствам, облигациям и другим государственным ценным бумагам бывшего СССР, Российской Федерации, а также по облигациям и ценным бумагам, выпущенным по решению представительных органов местного самоуправления;
- выигрыши по облигациям государственных займов РФ и суммы, получаемые в погашение указанных облигаций.

Используемые ставки налога на указанные выше доходы физических лиц приведены в НК РФ.

Налог на прибыль организаций. Доходы, учитываемые при определении налоговой базы:

- 1) выручка от реализации имущественных прав;
- 2) внереализационные доходы:
 - от долевого участия в других организациях;
 - в виде процентов, полученным по ценным бумагам и другим долговым обязательствам;
 - в виде сумм уменьшения уставного капитала без возврата взносов акционерам;
 - в виде доходов, полученных от операций с фьючерсными и опционными сделками с ценными бумагами.

Доходы, не учитываемые при определении налоговой базы:

- имущественные или неимущественные права, имеющие денежную оценку, полученные в виде взносов в уставный капитал организации (включая доход в виде превышения цены размещения акций над их номинальной стоимостью);
- стоимость дополнительно полученных организацией-акционером акций, распределенных между акционерами, либо разница между номинальной стоимостью новых и первоначальных акций (без изменения доли участия акционера);

- положительная разница от переоценки ценных бумаг по рыночной стоимости.

К расходам относятся проценты (дисконт), начисленные по долговому обязательству любого вида, если их размер существенно не отклоняется (меньше или равен 20%) от среднего уровня процентов по долговым обязательствам в том же периоде (месяце, квартале).

Не считаются расходами:

- суммы дивидендов распределяемого дохода;
- взносы в уставный капитал;
- суммы отчислений в резерв под обесценение вложений в ценные бумаги, за исключением таких отчислений, производимых профессиональными участниками рынка ценных бумаг;
- гарантийные взносы в специальные фонды, создаваемые в соответствии с законодательством РФ, для снижения рисков при клиринговой деятельности и при организации торговли на рынке ценных бумаг;
- средства, включая долговые ценные бумаги, переданные по договорам кредита, а также **направленные** в погашение кредита;
- имущество или имущественные права, переданные в качестве залога;
- отрицательная разница, полученная от переоценки ценных бумаг по рыночной стоимости.

Налоговая ставка устанавливается в соответствии с НК РФ.

23.6. Сравнительная эффективность налогового стимулирования инвестиций в ценные бумаги в РФ

Мировой опыт свидетельствует, что фондовые рынки как источник инвестиций всегда и везде имеют существенные налоговые льготы. В России в условиях дефицита инвестиций и высоких рисков создание мощных налоговых стимулов, в частности компенсирующих эти риски, стало побудительным мотивом для многих граждан к активизации вложений своих сбережений в российские акции и облигации. Налоговые стимулы важны и для инвесторов — юридических лиц. Не секрет, что многие предприятия под давлением налогового бремени стремятся искусственно занижать свою прибыльность, не афишировать финансовые накопления, которые могли бы быть направлены на собственное развитие или в капиталы других предприятий.

При большом разнообразии форм и методов налогового стимулирования инвестиций, используемых за рубежом, российская практика свидетельствует о весьма скромных достижениях в этой сфере. Принятие в 2000 г. второй части Налогового кодекса РФ не решило многие существовавшие здесь проблемы. Рассмотрим отдельные примеры современной практики налогового стимулирования инвестиций за рубежом и в Российской Федерации (табл. 23.1).

Таблица 23.1. Примеры налогового стимулирования инвестиций по источникам прибыли или дохода и категориям плательщиков за рубежом и в Российской Федерации*

Методы стимулирования за рубежом	Страны, использующие эти методы	Российская практика
<i>Дивиденды от резидентов юридическим лицам — резидентам</i>		
Полное безусловное освобождение от налога на прибыль	Австралия, Австрия, Аргентина, Бразилия, Великобритания, Венесуэла, Гонконг, Греция, Индия, Индонезия, Мексика, Норвегия, Чили, ЮАР	6% (пониженная ставка) суммы дивидендов (НК РФ, ч. II, гл. 25, ст. 284)
Освобождение от налога на прибыль при определенных условиях	Дания, Люксембург, Нидерланды, Польша, Португалия, Тайвань, Швейцария, Швеция, Япония	
<i>Положительные курсовые разницы от продажи ценных бумаг юридическими лицами — резидентами</i>		
Полное безусловное освобождение от налога на прибыль	Бельгия, Малайзия, Мексика, Панама, Сингапур, Тайвань	24% (полная ставка) суммы положительной курсовой разницы (НК РФ, ч. II, гл. 25, ст. 284)
Освобождение от налога на прибыль при определенных условиях	Австрия, Гонконг, Дания, Люксембург, Нидерланды, Швейцария, Панама, ЮАР	
Пониженные ставки налога на прибыль	Бразилия, Венесуэла, Греция, Индия, Индонезия, Канада, Франция	
<i>Дивиденды от резидентов физическим лицам — резидентам</i>		
Полное безусловное освобождение от налога на доходы физических лиц	Аргентина, Бразилия, Венесуэла, Мексика	6% (пониженная ставка) суммы дивидендов (НК РФ, ч. II, гл. 23, ст. 224)
Пониженные ставки налога на доходы физических лиц	Дания, Норвегия, Панама, Польша, Швеция, ЮАР	
<i>Положительные курсовые разницы от продажи ценных бумаг резидентами — физическими лицами</i>		
Полное освобождение от налога на доходы физических лиц при определенных условиях	Греция, Нидерланды, Панама, Турция, ЮАР	13% (полная ставка) суммы положительной курсовой разницы (НК РФ, ч. II, гл. 23, ст. 224)
Безусловные пониженные ставки налога на доходы физических лиц	Бразилия, Германия, Канада, Португалия, Швеция, Япония	
Пониженные ставки налога на доходы физических лиц при определенных условиях	Австрия, Греция, Нидерланды	

* На момент принятия Ч. 2 НК РФ.

Источник: В части зарубежных стран использована справочная информация International Society of Securities Administrators Handbook 1998/1999.

Анализ приведенной информации позволяет говорить о сравнительно невысокой эффективности российских методов налогового стимулирования инвесторов-резидентов к вложению средств в отечественные ценные бумаги.

Во многих развитых и развивающихся зарубежных странах дивиденды, получаемые от резидентов юридическими лицами — резидентами, не подлежат налогообложению или освобождаются от него при определенных условиях. Такими условиями могут быть владение не менее чем определенной долей или суммой капитала эмитента и не менее чем в течение определенного периода времени, реинвестирование дивидендов в развитие предприятия. Физические лица — резиденты либо безусловно освобождены от налога по дивидендам, получаемым от резидентов, либо облагаются им по пониженным ставкам.

В Российской Федерации полученные дивиденды подлежат налогообложению, хотя и по пониженной ставке. Дивиденды являются частью чистой прибыли эмитента, т.е. налог уже единожды был уплачен.

То же можно сказать и о налогообложении положительных курсовых разниц от продажи ценных бумаг. Прибыль или доход по этой статье за рубежом либо безусловно не облагается налогом, либо не облагается им при определенных условиях, либо облагается налогом по пониженным ставкам. К упомянутым условиям относятся для юридических лиц — только по акциям, прошедшим листинг на фондовой бирже; только средства, остающиеся в обороте предприятия, для физических лиц — если это портфельные инвестиции, а не продажа бизнеса (полное освобождение); если это продажа бизнеса (пониженные ставки налога); в пределах установленного денежного лимита; если продаются долгосрочные инвестиции и операции носят капитальный характер; если акции не имеют листинга на фондовой бирже.

В России положительные курсовые разницы от продажи ценных бумаг облагаются налогами по полным ставкам; таким образом, возможности налогового стимулирования инвестиций в экономику используются не в полной мере.

Глава

24

Ценные бумаги как объект гражданского права

24.1. Борьба с преступностью на рынке ценных бумаг

В соответствии с давно сложившейся мировой практикой рынок ценных бумаг регулируется государством. Процесс формирования системы правовых регуляторов и организационных механизмов такого рынка в России начался сравнительно недавно. Лишь с принятием нового Гражданского кодекса и Федерального закона «Об акционерных обществах» в Российской Федерации появилась соответствующая мировым стандартам первичная законодательная база, необходимая для развития этого сегмента рыночной экономики.

Принятие нового Гражданского кодекса РФ заложило важнейшие правовые основы для развития экономики России. Однако несовершенство некоторых его норм пока не позволяет в полной мере решать проблемы рынка ценных бумаг. Это объясняется тем, что в нем не учтены такие специфические особенности российской экономики, как кризис платежей, большой оборот неучтенной денежной наличности, значительный объем товарообменных сделок, наполнение рынка суррогатами денег и ценных бумаг и ряд других. Поэтому потребовалась дальнейшая конкретизация основных понятий рынка ценных бумаг, попытка которой была предпринята в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ, принятом 22 апреля 1996 г. Этот закон стал знаменательным событием в построении правовой основы государственного регулирования и развития рынка ценных бумаг в России, установлении единых процедур и механизмов по выпуску и обращению ценных бумаг.

Наряду с гражданским законодательством, регулирующим полнорасправные имущественные отношения между субъектами и участниками фондового рынка в процессе их взаимодействия, специфика его функционирования обуславливает также необходимость **регули-**

рования со стороны государства властно-имущественных отношений, принадлежащих к отрасли финансового, а не гражданского права. Закон «О рынке ценных бумаг» установил порядок такого регулирования посредством регламентации статуса участников рынка и правил работы в нем, процедур выпуска и регистрации ценных бумаг, контроля над реализацией установленных правил, а также определения и применения финансовых санкций и иных мер пресечения в случае нарушения установленных норм.

С принятием этого закона был создан правовой механизм, содержащий нормы, не допускающие выпуск и обращение суррогатов ценных бумаг, безлицензионную и бесконтрольную деятельность участников рынка. Этот документ узаконил смешанную модель российского фондового рынка, где равные права получили как коммерческие банки, так и небанковские инвестиционные институты.

Закон регламентировал создание единой федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, а также сохранение ряда функций по регулированию ценных бумаг за Центральным банком РФ (банковские операции с ценными бумагами) и Министерством финансов РФ (государственные ценные бумаги).

Основным субъектом федеральной исполнительной власти, специально уполномоченным на регулирование от имени государства отношений на фондовом рынке, является Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) России. В связи с этим указом Президента РФ от 1 июля 1996 г. № 1009 было утверждено Положение о ФКЦБ России. В соответствии с этим Положением Федеральная комиссия является федеральным органом исполнительной власти по проведению государственной политики в области фондового рынка, а также обеспечению прав инвесторов, акционеров и вкладчиков.

Федеральная комиссия принимает решения (в форме постановлений) по вопросам регулирования как самого рынка ценных бумаг, так и деятельности его профессиональных участников, саморегулируемых организаций профессиональных участников, а также по вопросам контроля за соблюдением законодательства Российской Федерации и нормативных актов о ценных бумагах.

Однако существующая сегодня система государственного контроля за соблюдением законодательства на рынке ценных бумаг работает неэффективно. ФКЦБ России выполняет главное: нормативное регулирование рынка ценных бумаг, построение инфраструктуры, а с принятием Закона «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ применяет меры административного воздействия к нарушителям законодательства. Контроль за выполнением установленных правил и условий функционирования фондового рынка, непосредственное **примене-**

ние административных санкций находятся главным образом в ведении региональных отделений ФКЦБ России. Но реальной защиты интересов инвесторов подобная структура не обеспечивает. Разделение и закрепление огромных территорий России всего за 15 региональными отделениями не позволяют обеспечить нормальный контроль за деятельностью участников рынка ценных бумаг. Поэтому отсутствие в законе действенного механизма его реализации на всей территории России, а также его техническое несовершенство не могут решить всех проблем в сфере защиты прав инвесторов.

В общем виде рынок ценных бумаг можно определить как совокупность экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг. Фондовый рынок составляет большую часть рынка ценных бумаг, поэтому часто понятия «рынок ценных бумаг» и «фондовый рынок» считают синонимами.

Фондовый рынок имеет государственную надстройку, не входящую в него и состоящую из ряда государственных учреждений. Сам фондовый рынок состоит из профессиональных участников фондового рынка и саморегулируемых организаций.

Государственную надстройку фондового рынка образуют Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ имеет ранг федерального министерства); Центральный банк РФ (в части контроля за деятельностью кредитных учреждений на фондовом рынке); Министерство финансов РФ (в части выпуска и обращения государственных ценных **бумаг**); Министерство по антимонопольной политике и поддержке предпринимательства (устанавливает антимонопольные правила и осуществляет контроль за их использованием на рынке ценных бумаг); Федеральная служба страхового надзора (регулирует на рынке ценных бумаг деятельность страховых **компаний**).

ФКЦБ осуществляет общее и общесистемное предупреждение правонарушений на фондовом рынке, является основным, но не единственным государственным органом, администрирующим рынок ценных бумаг. Косвенное администрирование осуществляют также Министерство финансов и Центральный банк РФ.

Министерство финансов регистрирует выпуски ценных бумаг субъектов РФ, органов местного самоуправления, осуществляет выпуски государственных ценных бумаг.

Центральный банк исполняет косвенное администрирование фондового рынка посредством регистрации выпусков ценных бумаг, эмитируемых кредитными организациями, а также выдачу лицензий банкам и кредитным организациям на право деятельности в качестве профессиональных участников фондового рынка. ФКЦБ осуществляет контроль за деятельностью кредитных организаций на фондовом рынке.

Регулирование фондового рынка происходит не только извне — государственными органами, но и изнутри — самими субъектами фондового рынка посредством деятельности саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Саморегулируемые организации, устанавливая для своих членов формальные правила ведения бизнеса, во многом способствуют проведению специальных предупредительных мероприятий, **направленных** на снижение количества правонарушений, в том числе уголовных.

Помимо саморегулируемых организаций рынок ценных бумаг образуют также иные субъекты рынка: фондовые посредники и организации, обслуживающие рынок.

Организации, **обслуживающие** рынок ценных бумаг, **разделяются** на обеспечивающие заключение и исполнение сделок. К числу организаций, обеспечивающих заключение сделок, относятся фондовые биржи, небиржевые организаторы торгов. Примером организации, проводящей небиржевые торги на рынке ценных бумаг, является Российская торговая система (РТС).

К числу организаций, обеспечивающих исполнение сделок, относятся расчетные центры (расчетные палаты, клиринговые центры), депозитарии и регистраторы.

В число субъектов рынка ценных бумаг входят также фондовые посредники: брокеры, дилеры, компании, осуществляющие доверительное управление ценными бумагами.

Брокерская, дилерская деятельность, а также деятельность по управлению ценными бумагами осуществляется на основании специального разрешения — лицензии, выдаваемой ФКЦБ или уполномоченными ею органами на основании генеральной лицензии. Деятельность профессиональных участников рынка ценных бумаг лицензируется тремя видами лицензий: профессионального участника рынка ценных бумаг, на осуществление деятельности по ведению реестра, фондовой биржи.

Постановлением ФКЦБ от 19 сентября 1997 г. № 26 утвержден порядок лицензирования разных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

Фондовый рынок — это сфера финансовых инвестиций, доход по которым предполагается не только от результатов работы и реализованной продукции, произведенной субъектами хозяйственной деятельности, но и за счет разницы котировок ценных бумаг в процессе их обращения тех же хозяйствующих субъектов.

Эти ценные бумаги представляют собой документы, удостоверяющие с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, которые могут быть **осуществлены** или переданы только при их предъявлении (ст. 142 ГК РФ). В то же

время ст. 149 ГК РФ выделяет ценные бумаги в бездокументарной форме, фиксация прав, по которым осуществляется с помощью средств электронно-вычислительной техники либо иным образом лицом, получившим специальную лицензию.

Статья 143 ГК РФ к ценным бумагам относит: государственные облигации, облигации, векселя, депозитные и сберегательные сертификаты, банковские сберегательные книжки на предъявителя, коносаменты, акции, приватизационные бумаги и другие документы.

Существующие в современной мировой практике ценные бумаги делятся на два больших класса: основные ценные бумаги и производные.

Кроме этих видов ценных бумаг существует еще два вида первичных ценных бумаг: закладные ценные бумаги **на** недвижимость и страховые полисы разных типов (включая пенсионные, медицинские и др.). Порядок их выпуска и обращения в качестве ценных бумаг пока российским законодательством не определен.

Рынок ценных бумаг — это сфера, в которой происходит не только увеличение национального богатства, но и легализация (отмывание) преступных капиталов, способствующих развитию мошенничества, других форм криминальной деятельности.

Анализ подобных правонарушений, например в США, показывает, что, несмотря на самую жесткую в мире систему контроля за фондовым рынком, по официальным данным ежегодные убытки от финансового мошенничества оцениваются в сумме 200 млрд долл.

Очевидно, что мошенничеством и иными преступлениями в финансовой сфере наносится серьезный ущерб экономическим интересам как государства, так и частных инвесторов.

Так, по данным ГИЦ МВД России, суммарный материальный ущерб от преступлений, совершенных в кредитно-финансовой сфере в 1997 г., составил более 3 трлн неденоминированных рублей, в 1998 г. — 680 млн руб.

Однако эти цифры не в полной мере отражают подлинные размеры причиненного ущерба, поскольку учтенная преступность составляет лишь надводную часть айсберга. Невозможно, например, точно подсчитать ущерб, нанесенный преступлениями с использованием фиктивных авизо, векселей, а также связанных с деятельностью различных финансовых, инвестиционных, трастовых компаний.

Правонарушения, совершаемые на фондовом рынке, условно можно разделить на три группы по **степени** их общественной опасности и юридической природе.

Первая — дисциплинарные проступки руководителей и сотрудников компаний, работающих на фондовом рынке. На этом уровне профилактическая работа должна вестись самими профессио-

нальными участниками и их саморегулируемыми организациями. Так, в 1997 г. Дисциплинарным комитетом Национальной ассоциации участников фондового рынка (**НАУФОР**) было рассмотрено свыше 30 дел, по которым к дисциплинарной ответственности были привлечены работники 98 компаний. В 1998 г. в рамках НАУФОР создан Комитет коллективной безопасности в целях сбора, обобщения и проверки информации: о недобросовестности компаний, о правонарушениях, новых видах и способах мошенничества, а также о лицах, их совершивших.

Вторая группа — административные правонарушения, в том числе нарушение эмитентом порядка эмиссии; нарушение правил совершения и регистрации сделок; нарушение правил ведения реестра; отсутствие квалификационных аттестатов у специалистов; несоблюдение правил выпуска и обращения ценных бумаг; уклонение от предоставления обязательной отчетности; уклонение от раскрытия или публикации информации; отсутствие лицензий на инвестиционную деятельность; предоставление в лицензирующий орган недостоверных сведений. Предотвращение подобных действий находится в компетенции ФКЦБ и ее региональных отделений.

К третьей группе относятся преступления, которые выявляются и пресекаются непосредственно работниками правоохранительных органов.

Основная доля правонарушений, выявленных налоговыми органами в результате проверок деятельности объектов фондового рынка, приходится на занижение налогооблагаемой прибыли либо ее сокрытие, несвоевременное перечисление налога на операции с ценными бумагами и ряд других.

Имеющиеся в правоохранительных органах данные свидетельствуют о том, что практически во всех регионах России совершаются преступления с использованием ценных бумаг. Ввиду несовершенства правового регулирования некоторых направлений деятельности, а также слабого государственного контроля рынок ценных бумаг оказался открытым для преступных посягательств. Преступники безнаказанно завладевают крупными суммами денег частных инвесторов, контрольными пакетами акций ведущих российских предприятий. Широкое распространение получили такие негативные процессы, как мошенничество, неконтролируемый перелив «теневого» капитала в стратегически важные отрасли экономики, «отмывание» криминальных средств в процессе приватизации (акционирования) государственных предприятий, выпуск фальшивых (поддельных) ценных бумаг, фиктивное создание акционерных обществ, хищения денежных средств и ценных бумаг в фирмах-регистраторах (держатели реестров акционерных обществ) и в депозитарных конторах.

Общественная опасность этих преступлений заключается в огромном материальном ущербе и негативных социальных последствиях.

В структуре посягательств на собственность на рынке ценных бумаг на долю таких преступлений, как мошенничество, приходится более 60%. Анализ уголовных дел показывает, что в половине всех случаев мошеннических действий они совершались организованными преступными группами. В ряде случаев преступники действовали под видом официально созданных коммерческих организаций. Часто организаторы преступлений нанимали высококвалифицированных юристов, бухгалтеров, экономистов, брокеров, дилеров и других специалистов по ценным бумагам в качестве консультантов либо для соучастия в противоправной деятельности.

Изучение материалов правоохранительной деятельности на рынке ценных бумаг свидетельствует о высокой скрытности таких преступлений.

Основными способами совершения преступлений с использованием ценных бумаг являются:

- противоправное завладение ими и их дальнейшая реализация;
- изготовление и использование поддельных ценных бумаг;
- использование ценных бумаг, не обеспеченных материальными ценностями.

Наряду с этим государственные и корпоративные ценные бумаги (акции, облигации) могут использоваться в собственных интересах банками — держателями ценных бумаг, выставленных на продажу.

Отмечались случаи, когда мошенники, будучи брокерами, принимали к продаже пакеты корпоративных ценных бумаг. В дальнейшем вырученные от продажи ценных бумаг деньги переводились ими на счета подставных лиц и присваивались. Такие действия отмечены в отношении пакетов акций РАО «ЕЭС России», РАО «Газпром», АО «НКЛУКойл».

Кроме того, на фондовом рынке выявляются преступления, связанные с деятельностью таких специализированных органов, как депозитарии и регистраторы (хищение ценных бумаг из депозитария по поддельным доверенностям и платежным поручениям; проникновение в компьютерную сеть акционеров в целях хищения акций с реестра депозитария и др.).

Особенно большое число преступлений, наносящих огромный ущерб государству, связано с ростом вексельного обращения в стране. Обращение разного рода векселей как надежный способ замены «живых» денег и удобный метод укрытия доходов от государственного налогообложения занимает ныне прочное место на фондовом рынке. Кроме того, вексельный оборот является основным при расчетах в «теневом» секторе экономики, при оплате неучтенной про-

дукции и услуг. В большинстве регионов они практически замещают оборот наличных денежных средств.

На начало 1998 г. структура вексельного рынка была следующей: 77,5% векселей было выпущено в оборот предприятиями и организациями, 13 — коммерческими банками; 6 — органами исполнительной власти субъектов **Федерации**; 2% — Министерством финансов РФ.

По мнению независимых экспертов, объем корпоративных векселей превысил годовой объем производимого в России промышленного продукта в 1998 г. В широких масштабах векселя начали использоваться с 1994 г. различными трастовыми и инвестиционными компаниями в целях привлечения и изъятия денежных средств у физических и юридических лиц. Среди них только «Народная инвестиционная строительная компания», «Независимый нефтяной концерн» и другие уже причинили ущерб государству на сотни миллионов долларов.

Но вместе с тем векселя могут выпускаться банкротами, неплатежеспособными банками, предприятиями, фирмами. Как правило, такие векселя продаются в отдаленных районах, что затрудняет проверку финансово-хозяйственной деятельности векселедателя.

Кроме того, векселя могут выпускаться неюридическими лицами (филиалами, представительствами и т. п.), что дает возможность в дальнейшем уклоняться от их оплаты под предлогом превышения полномочий лиц, их подписавших.

Возможна также полная подделка векселей. В этом случае мошенники изготавливают точную копию бланка векселя от имени фирмы, выпускающей векселя. Затем с помощью сканера изготавливают передаточные надписи и продают их юридическим и физическим лицам, которые, как правило, не могут получить по ним причитающиеся средства.

Для проведения крупномасштабных мошеннических операций преступники используют подлинные бланки векселей Сберегательного банка РФ, ксерокопии векселей Федерального казначейства Министерства финансов РФ.

В разных регионах периодически появляются фальшивые векселя, выпущенные от имени коммерческих структур разных организационно-правовых форм.

Платеж по векселю может быть обеспечен посредством поручительства (авалья). Такое поручительство обычно дается банком как за векселедержателя, так и за каждого другого обязанного по векселю лица. В ряде случаев мошенники подделывают аваль. Встречались факты подделки авалей Сбербанка России, а также других банков.

Бланки векселей имеют высокую степень защиты. Они печатаются на бумаге высокого качества, содержащей водяные знаки и за-

щитные волокна красного цвета. Краска, которой печатаются серия и номер, обладает магнитными свойствами.

Однако с развитием научно-технического прогресса, широким распространением компьютеров и другой оргтехники резко возросло количество поддельных ценных бумаг. Для подделки используются типографская и копировально-множительная техника и капельно-струйные печатающие устройства.

При совершении преступлений полностью изготавливались поддельные бланки либо вносились частичные подделки в находящиеся в обороте подлинные векселя. Несмотря на высокую степень защиты векселей, подделки достигают значительного сходства с подлинниками.

Часть преступлений совершается с использованием похищенных подлинных бланков векселей, в которые вносятся заведомо ложные сведения об их выдаче и векселедержателях, проставляются оттиски поддельных печатей.

В связи со значительным ростом числа преступлений, связанных с подделкой ценных бумаг, Правительство РФ 24 января 1995 г. приняло постановление № 78 «О неотложных мерах по предотвращению подделки бланков ценных бумаг, применяемых в Российской Федерации», в соответствии с которым производимые и вводимые в установленном порядке на территории Российской Федерации векселя подлежат экспертной оценке, а также учету Министерством финансов РФ и Министерством внутренних дел РФ.

Предприятия и организации, имеющие лицензии Минфина РФ, ежемесячно представляют в этот орган по шесть экземпляров всех изготовленных бланков с приложением сертификата качества. По три экземпляра всех бланков ценных бумаг с приложением сертификатов качества остаются в справочно-информационном фонде Министерства финансов и по три экземпляра передаются в Министерство внутренних дел, где в **Экспертно-криминалистическом** центре (ЭКЦ МВД России) создан **справочно-информационный** фонд ценных бумаг, образцы которого используются для сравнения при проведении криминалистических исследований поддельных векселей и других ценных бумаг.

Бланки ценных бумаг, не учтенные в указанном порядке, являются недействительными.

Для успешной работы на вторичном рынке ценных бумаг необходимо иметь информацию о финансовом положении эмитентов векселей, условиях выпуска и обращения векселей, об их внешнем виде и реквизитах, о возможных подделках. «Финансовая газета» и другие печатные органы периодически помещают такую информацию.

Покупатели ценных бумаг на фондовом рынке могут обратиться в справочно-информационный фонд Министерства финансов, где

проводят экспертизу ценной бумаги, определяют ее подлинность. В этом же **справочно-информационном** фонде по телефону можно получить информацию о существовании того или иного векселя и о его параметрах. Такие возможности имеют и специалисты региональных филиалов Сбербанка России.

Другой путь определения подлинности векселей до их приобретения — обращение к выпустившему векселя эмитенту, специалисты которого имеют возможность проверить их действительность.

Из практики известно, что необеспеченные векселя ни разу не принимались специализирующимися на работе с ценными бумагами структурами (банками, вексельными центрами, клиринговыми палатами и т.п.), где работают грамотные специалисты, хорошо разбирающиеся в конъюнктуре современного рынка ценных бумаг.

В целях предупреждения преступлений на фондовом рынке необходимо создание на государственном уровне банка данных, содержащего информацию об участниках рынка ценных бумаг, их деловой активности, платежеспособности, правонарушениях и лицах, их совершающих. Такой опыт работы совместных баз данных правоохранительных и контролирующих органов имеется в странах с развитыми экономическими системами рыночного типа. Например, в Англии в 1993 г. была создана единая информационная сеть, обеспечивающая противодействие финансовому мошенничеству. Ее участниками являются только государственные финансовые и правоохранительные органы (комиссия по ценным бумагам, Банк Англии, полиция и др.). Эта сеть позволяет быстро обмениваться информацией о фактах мошенничества и более эффективно пресекать преступные действия.

Информационная система оперативного оповещения субъектов финансово-кредитной системы о совершаемых мошенничествах на фондовом рынке в настоящее время опробуется в рамках Национальной ассоциации участников фондового рынка.

Налаживание прямого взаимодействия, четкой организации действий между органами внутренних дел и субъектами государственных структур, осуществляющих регулирование и защиту рынка ценных бумаг, позволили эффективнее проводить предупредительные мероприятия.

Для эффективного предупреждения, выявления и раскрытия преступлений на рынке ценных бумаг необходимо иметь оперативные позиции в базовых структурах фондового рынка, а также устанавливать доверительные отношения и тесное взаимодействие со специалистами в региональных комиссиях по ценным бумагам, департаментах финансов администраций, территориальных управлениях по антимонопольной политике, органах приватизации.

В Уголовном кодексе РФ имеется ряд статей, специально предусматривающих ответственность за действия, причиняющие вред (ущерб) участникам рынка ценных бумаг. Прежде всего это ст. 185 «Злоупотребления при выпуске ценных бумаг (**эмиссии**)», а также ст. 186 «Изготовление или сбыт поддельных денег или ценных бумаг», которая предусматривает ответственность за незаконное изготовление в целях сбыта или сбыт любых ценных бумаг, выраженных как в валюте Российской Федерации, так и в иностранной валюте.

В ст. 185 «Злоупотребления при выпуске ценных бумаг (**эмиссии**)» сказано, что внесение в проспект эмиссии ценных бумаг заведомо недостоверной информации, а равно утверждение проспекта эмиссии, содержащего заведомо недостоверную информацию, или утверждение заведомо недостоверных результатов эмиссии, если эти деяния навлекли причинение крупного ущерба, — наказываются штрафом в размере от двухсот до пятисот минимальных размеров оплаты труда или в размере заработной платы или иного дохода осужденного за период от двух до пяти месяцев, либо обязательными работами на срок от ста восьмидесяти до двухсот сорока часов, либо **исправительными** работами на срок от одного года до двух лет.

Порядок выпуска (эмиссии) ценных бумаг регулируется Федеральным законом РФ «О рынке ценных бумаг».

Процедура эмиссии ценных бумаг включает следующие этапы: принятие эмитентом решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг, изготовление сертификатов ценных бумаг (для документарной формы выпуска), размещение эмиссионных ценных бумаг, регистрация отчета об итогах выпуска. Если размещение эмиссионных ценных бумаг проводится среди неограниченного (так называемая открытая, или публичная, эмиссия) или заранее известного круга владельцев, число которых превышает 500, а также в случае, когда общий объем эмиссии превышает 50 тыс. минимальных размеров оплаты труда, установленных законодательством Российской Федерации в указанный период времени, необходимо регистрировать проспект эмиссии. Ценные бумаги, выпущенные иностранными эмитентами, также допускаются к обращению или первичному размещению на рынке ценных бумаг России только после регистрации проспекта эмиссии в Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг.

Проспект эмиссии должен содержать данные об эмитенте, его финансовом положении, сведения о предстоящем выпуске эмиссионных ценных бумаг. Подробный и исчерпывающий перечень данных и сведений, обязательно включаемых в проспект эмиссии ценных бумаг, указан в ст. 22 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

Проспект эмиссии представляется в государственный регистрационный орган в том случае, когда требуется регистрация выпуска

эмиссионных ценных бумаг. Не позднее 30 дней после завершения размещения эмиссионных ценных бумаг эмитент обязан представить отчет об итогах выпуска в государственный регистрационный орган. Последний рассматривает отчет об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг в двухнедельный срок и при отсутствии связанных с выпуском ценных бумаг нарушений регистрирует его, отвечая за полноту зарегистрированного им отчета (ст. 20 и 26 Федерального закона «О рынке ценных бумаг»).

Уголовная ответственность (ст. 185 УК РФ) за внесение в проспект эмиссии (в решение о выпуске) недостоверной информации предусмотрена в случае, если ее недостоверность была очевидна для эмитента и именно такой характер этой информации повлек причинение крупного ущерба инвесторам. Злоупотребление при выпуске ценных бумаг считается повлекшим крупный ущерб, если совершение данного деяния существенно ухудшило финансово-экономическое состояние инвесторов. Субъектами этого преступления могут быть руководители и иные работники коммерческой организации, выпустившей акции или облигации, которые внесли в проспект недостоверную информацию.

Уголовная ответственность предусмотрена также за регистрацию выпуска эмиссионных ценных бумаг (проспекта эмиссии), содержащего недостоверную информацию, или за регистрацию отчета об итогах их выпуска, если недостоверность информации была очевидна виновному, а причиненный инвесторам крупный ущерб явился результатом такого рода информации. Субъектами этого преступления могут быть работники финансовых органов, Центрального банка и других регистрирующих органов.

Должностные лица государственного регистрирующего органа, совершившие названные в ст. 185 УК действия за предоставленное материальное вознаграждение или имущественную выгоду, несут ответственность за получение взятки и за злоупотребление при выпуске ценных бумаг.

Уголовная ответственность установлена и за нарушение правил рекламирования эмиссии ценных бумаг, поскольку заведомо ложная реклама — акт недобросовестной конкуренции. Уголовная ответственность в этих случаях может возникнуть за преступление, предусмотренное ст. 182 УК РФ «Заведомо ложная реклама», когда ложный характер рекламы был очевиден виновному, он руководствовался корыстным мотивом приобретения преимуществ за счет ложной рекламы, чем причинил значительный ущерб потребителям и добросовестным конкурентам. Субъектами такого преступления являются рекламодатели, в качестве которых обычно выступают руководители профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Другим типичным случаем нарушения законодательства по эмиссионным ценным бумагам является недобросовестное использование конфиденциальной информации об эмитенте и выпускаемых им ценных бумагах. В такой ситуации возможно привлечение к ответственности лиц, выполняющих управленческие функции в коммерческой организации — эмитенте ценных бумаг (ст. 201 УК РФ «Злоупотребление полномочиями»).

На фоне неплатежей и взаимных задолженностей между хозяйствующими субъектами РФ ценные бумаги становятся все более популярными на финансовом рынке и являются основным инструментом при взаиморасчетах.

Поэтому прогнозируемый рост преступлений такого рода в ближайшие годы будет определяться дальнейшим формированием и развитием рынка ценных бумаг, внедрением безналичных расчетов, ориентированных на использование векселей и других ценных бумаг.

В целях локализации возможных негативных последствий на фондовом рынке страны необходимо самым тщательным образом отслеживать и прогнозировать складывающуюся ситуацию и с учетом ее развития предпринимать превентивные меры экономического, правового и управленческого характера.

24.2. Защита прав владельцев ценных бумаг

В гражданско-правовом регулировании оборота ценных бумаг важная роль принадлежит способам защиты прав их владельцев. Если следовать логике двойственной природы ценных бумаг, которая в той или иной степени признается всеми их исследователями, нельзя не признать, что ею же предопределяются и способы защиты прав, закрепляемых ценной **бумагой**¹.

Способы защиты субъективных гражданских прав, закрепленные в ГК РФ, обычно сводятся к **виндикационному** и **негаторным** искам. Эти способы направлены на восстановление нарушенных вещных прав (права собственности и иные вещные права) в полном объеме и пресечение действий, их нарушающих.

С позиций защиты прав владельцев ценных бумаг для этих объектов всегда найдется достаточно внешних свойств, чтобы идентифицировать нужную ценную бумагу из всех других вещей того же рода.

Виндикационный иск не может применяться в отношении бездокументарных ценных бумаг, поскольку они не имеют вещной фор-

¹ Шаталов Л. Как защитить права на бездокументарные ценные бумаги // Рынок ценных бумаг. 1996. № 20.

мы выражения. Утрата сертификатов, подтверждающих права по таким ценным бумагам, никак не сказывается на правах их владельцев, поскольку решающим условием осуществления по ним прав остаются доказательства регистрации данных прав в специальном реестре (п. 2 ст. 142 ГК РФ), а эти сведения всегда можно восстановить, обратившись к реестродержателю. Таким образом, вещно-правовая защита прав владельцев бездокументарных ценных бумаг может осуществляться по отношению к держателю реестра. Ими могут быть предъявлены требования о внесении в реестр в качестве владельца ценной бумаги, о признании недействительной (аннулировании) записи в реестре ценных бумаг, о внесении изменений в реестр ценных бумаг.

Виндикационный иск в основном может использоваться для защиты прав владельцев именных ценных бумаг, поскольку из всех ценных бумаг только они обладают необходимой и достаточной степенью индивидуализации. Именные ценные бумаги в силу ст. 301, 302, 305 могут быть истребованы от незаконного владельца. Однако, за исключением случаев завладения ценной бумагой лицом, уже зафиксированным в реестре в качестве ее владельца, цель **виндикационного** иска не будет достигнута, если именная ценная бумага истребована буквально как вещь, т.е. путем простого изъятия документа у незаконного владельца и передачи его законному владельцу. Ведь целью истребования ценной бумаги является возможность дальнейшего осуществления и передачи прав по ней.

По именной ценной бумаге это невозможно без легитимации записью в реестре или у депозитария, а по ордерной ценной бумаге — без указания имени уполномоченного лица на соответствующем документе. Поэтому при удовлетворении виндикационного иска в отношении именной ценной бумаги решением суда на держателя реестра (депозитария) должна быть возложена обязанность надлежащего оформления прав законного владельца бумаги. Держатель реестра и депозитарий могут привлекаться к участию в качестве третьих лиц, не заявляющих самостоятельных требований на предмет иска, на стороне ответчика (ст. 38 ГПК РСФСР и ст. 39 АПК РФ).

Для именных ценных бумаг существуют и иные способы восстановления вещных прав, вытекающие из особенностей правового положения ценных бумаг как объектов гражданских прав. Все именные ценные бумаги имеют подтверждение прав владельца в книгах записей должников. Так, права владельцев на эмиссионные ценные бумаги документарной формы удостоверяются сертификатами (если сертификаты находятся у владельцев) либо сертификатами и записями по счетам депо в депозитариях (если сертификаты переданы на хранение в депозитарию) — ст. 28 Закона «О рынке ценных бу-

маг». Утрата сертификата законным владельцем не влечет для него утраты прав по ценной бумаге. Равным образом незаконный переход сертификата к иному лицу не порождает для такого лица прав по данной ценной бумаге. В соответствии со ст. 29 Закона «О рынке ценных бумаг» права, закрепленные эмиссионной ценной бумагой, переходят к их приобретателю с момента перехода прав на эту ценную бумагу. Переход прав, закрепленных именной эмиссионной ценной бумагой, должен сопровождаться уведомлением держателя реестра, или депозитария, или номинального держателя ценных бумаг. Право на именную документарную ценную бумагу переходит к приобретателю в следующих случаях:

- при учете прав приобретателя на ценные бумаги в системе ведения реестра — с момента передачи ему сертификата ценной бумаги после внесения приходной записи по лицевому счету приобретателя;
- при учете прав приобретателя на ценные бумаги у лица, осуществляющего депозитарную деятельность, с депонированием сертификата ценной бумаги у депозитария — с момента внесения приходной записи по счету депо приобретателя.

Права по именным документарным эмиссионным ценным бумагам **осуществляются** по предъявлении владельцем либо его доверенным лицом сертификатов данных ценных бумаг эмитенту. При этом необходимо совпадение имени (наименования) владельца, указанного в сертификате, с именем (наименованием) владельца в реестре.

Таким образом, недобросовестный приобретатель именной эмиссионной документарной ценной бумаги не сможет осуществить по ней каких-либо прав без внесения в нее либо в документы, удостоверяющие его личность, заведомо ложных сведений. Поскольку подлог все-таки не исключается, для законного владельца таких бумаг должна быть законом предусмотрена процедура восстановления прав по утраченному сертификату. Это важно еще и потому, что исходя из буквального смысла ст. 29 Закона для осуществления своих прав по такой ценной бумаге владельцу необходимо предъявить эмитенту ее **сертификат**¹.

Вместе с тем действующее законодательство такой процедуры не знает. В то же время, даже обладая сертификатом, собственник именных ценных бумаг не гарантирован от появления притязаний третьих лиц по тем же ценным бумагам. Владеть сертификатом может одно лицо, а значиться в реестре в качестве «зарегистрированного

¹ Правда, в ст. 16 Закона сказано, что владелец или номинальный держатель именных эмиссионных ценных бумаг, выпущенных в документарной форме, может отказаться от получения сертификата. Факт выдачи или отказа от получения сертификата должен быть отражен в системе ведения реестра.

владельца» (и также владеть сертификатом) — другое. Это возможно при использовании подложного передаточного распоряжения, злоупотреблений со стороны реестродержателя и т.д. Здесь сертификат не будет иметь абсолютной доказательной силы. Он может рассматриваться судом в качестве одного из доказательств наряду с другими документами, в том числе с реестром владельцев ценных бумаг.

В сложившейся ситуации было бы уместно допустить выдачу дубликатов взамен утерянных сертификатов именных ценных бумаг на основании заявления зарегистрированного владельца. Однако легализация этого правила означала бы окончательное признание того, что приоритет при установлении владельца именных ценных бумаг принадлежит информации, содержащейся в реестре.

Законодательная норма о восстановлении именных ценных бумаг существует только для именных облигаций акционерных обществ. Утерянная именная облигация возобновляется обществом за разумную плату (ст. 33 «Закона об акционерных обществах»), т.е. зарегистрированное лицо может получить сертификат на свои ценные бумаги в любое время и сколько угодно раз. Из правила о безусловном и беспрепятственном восстановлении сертификатов облигаций вытекает следующий вывод: наличие сертификата облигации не имеет решающего значения для легитимации **управомоченного** по именной облигации лица. Такая легитимация может достоверно осуществляться и на основе данных реестра облигационеров, а следовательно, в сертификате нет необходимости.

Виндикация предъявительских ценных бумаг и ордерных ценных бумаг с бланковым индоссаментом допускается действующим законодательством в исключительных случаях. В частности, п. 3 ст. 302 ГК РФ говорит о том, что деньги, а также ценные бумаги на предъявителя не могут быть истребованы у добросовестного приобретателя. И хотя в ней ни слова не говорится об ордерных ценных бумагах, при наличии бланкового индоссаменты они подпадают под режим ценных бумаг на предъявителя.

Негативный иск, в собственном смысле слова, нетипичен для ценных бумаг. Однако вполне уместны и допустимы другие **вещно-правовые** способы, представляющие собой своеобразный синтез **виндикационного** и негаторного способов защиты. Например, иски о признании права собственности на ценные бумаги, которые могут быть предъявлены в отношении не только документарных ценных бумаг, но и бездокументарных, или иски о восстановлении прав по утраченным документам на предъявителя и ордерным ценным бумагам, а также требования о признании факта принадлежности правоустанавливающих документов.

Обязательно-правовые способы защиты применяются как в отношениях между **управомоченными** лицами (владельцами) и должниками по ценным бумагам, так и между собственниками (владельцами) и третьими лицами. В силу публичной достоверности, присущей ценным бумагам, действительным и единственным субъектом права по ценной бумаге является только то лицо, которое в законе названо субъектом прав, удостоверенных ценной бумагой (ст. 145 ГК РФ). Никто другой не вправе требовать от должника исполнения. Действующим законодательством риски по ценным бумагам распределены так, что исполнение обязанности по ценной бумаге лица, отвечающего установленным формальным признакам, освобождает должника от ответственности, даже если это лицо не имело прав на ценную бумагу. А законный владелец, желая получить, например, дивиденды, может только предъявить получившему их незаконному владельцу иск о возврате неосновательного обогащения (ст. 1102 ГК РФ), а также о возмещении вреда (ст. 1064 ГК РФ), но не как **управомоченное** ценной бумагой лицо, а по общим правилам гражданского права (как лицо, пострадавшее в результате нарушения его вещных прав).

Действующее гражданское законодательство предусматривает наряду с традиционными обязательно-правовыми способами защиты прав владельцев ценных бумаг еще один универсальный способ защиты прав граждан от неправомерных действий эмитентов ценных бумаг. Он закреплен в ст. 835 ГК РФ, которая предусматривает, что, если иное не установлено законом, последствия, сформулированные в п. 2 этой статьи, применяются также в случаях: привлечения денежных средств граждан и юридических лиц путем продажи им акций и других ценных бумаг, выпуск которых признан незаконным; привлечения денежных средств граждан во вклады под векселя или иные ценные бумаги, исключающие получение их держателями вклада по первому требованию и осуществление вкладчиком других прав, предусмотренных правилами главы 44 ГК РФ. Пункт 2 данной статьи предусматривает, что вкладчик может потребовать немедленного возврата суммы вклада, а также уплаты на нее процентов, определенных в ст. 395 ГК РФ, и возмещения сверх суммы процентов всех причиненных вкладчику убытков. По нашему мнению, данный способ защиты представляет собой частный случай ничтожной сделки, предусмотренной ст. 169 ГК РФ.

Глоссарий

Аваль — письменное финансовое поручительство, форма гарантии банка или фирмы, способствующая повышению доверия к финансовым возможностям владельца оборотного кредитно-денежного документа.

Акционер — **владелец** акции; лицо, обладающее акцией и пользующееся всеми вытекающими из этого правами.

Акция — бессрочная ценная бумага, устанавливающая отношения совладения капиталом, предоставляющая держателю право получения части прибыли в виде дивиденда (обыкновенная и привилегированная акции), а также право участия в управлении капиталом (только обыкновенная акция). Стабильность дохода, приносимого обыкновенной акцией, не гарантируется в отличие от **привилегированной**.

Акция обыкновенная — акция, предоставляющая владельцу право голоса на общем собрании акционеров, но не гарантирует получения дивидендов и их стабильности.

Акция привилегированная/преференциальная — акция, гарантирующая владельцу получение стабильных дивидендов, преимущества в очередности их выплаты, но не предоставляет право голоса на общем собрании акционеров.

Аллонж — прикрепляемый к векселю дополнительный лист, на котором ставится поручительская гарантия.

Альтернативные биржевые рынки — существуют на фондовых биржах отдельных развитых стран наряду с основным рынком. Отличаются менее жесткими требованиями к качеству ценных бумаг и предназначены для облегчения доступа отдельным эмитентам на фондовую биржу. Объем оборота этих рынков существенно ниже основного.

Андеррайтинг — подписание соглашения между банковским консорциумом и крупной корпорацией — эмитентом о сотрудничестве в организационно-технической подготовке очередного выпуска и гарантировании размещения ценных бумаг корпорации на рынке.

Ануитет — фиксированные, одинаковые по размеру выплаты купонного дохода по облигациям в течение ряда лет или другие аналогичные платежи.

Апорт — имущество, поступающее акционерному обществу в уплату за акции, оцениваемое определенной суммой денежного капитала.

Арбитраж — операция, деятельность по извлечению прибыли за счет одновременной купли-продажи одних и тех же ценных бумаг на разных рынках при различии котировок на них. Арбитраж не носит спекулятивного характера.

Аффилированные лица — физические и юридические лица, способные оказывать влияние на предпринимательскую деятельность (родственники; члены и руководители коллегиальных органов управления; лица, имеющие право распоряжения более чем 20% общего количества голосов, и др.).

Банк — кредитно-финансовое учреждение, имеющее право привлекать денежные средства физических и юридических лиц, размещать их от своего имени и за свой счет на условиях возвратности, платности, срочности, а также осуществлять расчетные и другие операции по поручению клиентов. Различают универсальные и специализированные банки.

Банки специализированные — в отличие от универсальных действуют в относительно узких сегментах финансовых рынков и имеют специфическую клиентуру. По характеру выполняемых операций различают: инвестиционные, биржевые, клиринговые, ипотечные, страховые, сберегательные, инновационные и другие банки.

Банковский консорциум — объединение на договорной основе нескольких, остающихся юридически самостоятельными, инвестиционных и/или крупных универсальных коммерческих банков для выполнения совместной работы. Консорциумы создаются для посредничества на первичном рынке ценных бумаг, предоставления консорциальных кредитов крупным заемщикам и т.д.

Банковский сертификат — ценная бумага — письменное свидетельство банка о депонировании определенной денежной суммы, удостоверяющее вкладчика в том, что эта сумма будет возвращена в установленный срок и будет выплачен фиксированный доход. Различают депозитные и сберегательные сертификаты; срочные и до востребования; разовые и серийные; именные и предъявительские; с регулярной выплатой процента, с выплатой процента при погашении сертификата и сертификаты с дисконтом.

Бенефициар — лицо, которому предназначен денежный платеж, получатель денег, вкладчик.

Бескупонная облигация — облигация, которая продается с дисконтом (скидкой к номиналу), а погашается по номинальной стоимости.

Биржа — регулярно функционирующий, организационно определенный оптовый рынок однородных товаров, на котором заключаются сделки купли-продажи крупных партий товара, в частности ценных бумаг.

Биржевой (фондовый) индекс — средневзвешенная биржевая цена определенной совокупности ценных бумаг различных эмитентов на определенный момент времени. Позволяют оценивать состояние отдельных сегментов рынка страны, фиксируя изменения котировок ценных бумаг на биржах.

Брокер — профессиональный участник рынка ценных бумаг, оказывающий за комиссионное вознаграждение посреднические услуги клиентам фондовой биржи за счет средств клиентов. Заключает с клиентами договоры комиссии и договоры поручения.

«**Быки**» — участники **спекулятивных** биржевых сделок, **оптимисты**, играющие на повышении курсов акций в целях получения прибыли.

Варрант — производная бумага, дающая право держателю на покупку у компании-эмитента определенного количества и вида ценных бумаг по зафиксированной цене до истечения срока его действия. Правовой статус такого документа эквивалентен опциону. Другая разновидность — складское свидетельство, дающее право держателю на истребование от товарного склада указанного в нем имущества.

Ваучер — обиходное название государственного приватизационного чека, обращавшегося на российском рынке в 1992—1994 гг. По своей экономической сущности эквивалентен варранту.

Вексель — ценная бумага (финансовый инструмент), удостоверяющая безусловное обязательство **векселедателя** (простой или соло-вексель) либо иного указанного в векселе плательщика (переводной вексель, или тратта) выплатить до наступления указанного в векселе срока указанную денежную сумму векселедержателю.

Волатильность — неустойчивость (конъюнктуры). Показатель риска, основанный на стандартном отклонении доходности актива. Существуют индексы **волатильности**, возрастание которых свидетельствует об увеличении риска.

Гибридные ценные бумаги — комбинации классических видов ценных бумаг со срочными контрактами.

Голубые фишки — акции хорошо известных, крупных компаний, стабильно выплачивающих дивиденды.

Делистинг — процедура, обратная листингу.

Депозитарий — лицо или учреждение, принимающее на хранение деньги или ценные бумаги.

Депозитарий кастодиаальный (кастодиан) — депозитарий, концентрирующий свою депозитарную деятельность на обслуживании инвесторов (частных и институциональных), мелких брокерских фирм, различных форм коллективных инвестиций.

Депозитарная деятельность — вид профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Осуществление юридическим лицом учета прав на ценные бумаги и их перехода, а также хранения сертификатов ценных бумаг.

Депозитарные расписки международные — производные ценные бумаги, сертификаты, выпускаемые **кастодиаальными** депозитариями и отражающие права их владельцев на получение определенного количества хранящихся в этих организациях акций иностранного эмитента и всех прав по этим акциям.

Деривативы (производные ценные бумаги) — бумаги, цена которых определяется стоимостью актива, лежащего в их основе (базисного актива), т.е. их цена является производной от стоимости этого актива. К ним относятся: самостоятельно обращающиеся сертификаты ценных бумаг, например международные депозитарные расписки; срочные контракты — фьючерсы, опционы, форварды, свопы; гибридные ценные бумаги.

; **Дефолт** — официальное объявление об отказе на время выполнять свои долговые обязательства.

Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг — вид профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Осуществляется юридическими лицами — регистраторами, которые проводят сбор, фиксацию, обработку, хранение и представление информации, составляющей систему ведения реестра. Регистратором может быть сам эмитент либо профессиональный участник рынка ценных бумаг, уполномоченный эмитентом.

Деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг — вид профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Осуществляется юридическими лицами — организаторами торговли, в частности фондовыми биржами, предоставляющими участникам рынка возможность выставить в установленном порядке котировки ценных бумаг, совершать сделки в соответствии с утвержденными правилами, проводить централизованные расчеты.

Диверсификация вложений — один из способов снижения риска портфельных инвестиций в ценные бумаги. Заключается в рассредоточении вложений во многие направления (по видам бумаг, срокам их погашения, отраслям экономики и регионам) относительно небольшими частями.

Дивиденд — часть чистой прибыли компании, выплачиваемой владельцам акций (акционерам).

Дилер — профессиональный участник рынка ценных бумаг, совершающий от своего имени и за свой счет сделки на фондовой бирже путем публичного объявления (оферты) цен покупки и/или продажи ценных бумаг с обязательством реализации сделки по объявленным ценам. На бирже дилеры заключают сделки с брокерами и между собой.

Дисконт — скидка, скидка к номиналу или разница между номинальной и рыночной стоимостью ценной бумаги.

Доверительное управление ценными бумагами — вид профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Осуществление индивидуальным предпринимателем или юридическим лицом от своего имени и за вознаграждение управления доверенными ему ценными бумагами и денежными средствами в интересах доверителя или лиц, указанных им.

Договор-поручение — договор, по которому одна сторона (брокер) обязуется по поручению другой стороны (клиента) совершить за комиссионное вознаграждение сделку/сделки от имени и за счет клиента.

Договор комиссии — договор, по которому одна сторона (комиссионер-брокер) обязуется по поручению другой стороны (комитента-клиента) совершить за комиссионное вознаграждение сделку/сделки от своего имени, но за счет клиента.

Долговые обязательства — ценные бумаги, определяющие заемные отношения.

Доходность ценной бумаги — отношение суммы выплачиваемого за год дохода (процента, дисконта или дивиденда) к рыночной цене ее приобретения, выраженное в процентах.

Еврооблигации (евробонды) — долговые ценные бумаги, номинированные в иностранной валюте по отношению к стране-эмитенту и предназначенные для размещения одновременно на нескольких зарубежных фондовых рынках. Эмитентами могут быть международные кредитно-финансовые организации, федеральные правительства, крупные частные корпорации, местные органы власти.

Заем облигационный — экономические отношения хозяйствующих субъектов или исполнительных органов государственной власти с физическими и юридическими лицами, в том числе нерезидентами, по поводу мобилизации финансовых ресурсов путем выпуска долговых обязательств в виде облигаций.

Инвестирование — деятельность по осуществлению долгосрочных финансовых вложений, в частности в ценные бумаги, для получения дохода.

Инвестиционный банк (андеррайтер) — кредитно-финансовый институт, обслуживающий процесс размещения ценных бумаг.

Инвестиционный портфель (портфель ценных бумаг) — совокупность ценных бумаг разных видов, качества и количества, принадлежащих банку или иному субъекту, в том числе физическому лицу, формируемая для получения дохода с учетом степени риска.

Инвестор — юридическое или физическое лицо, осуществляющее долгосрочные вложения средств, в том числе в ценные бумаги, для получения дохода.

Индоссамент — передаточная надпись на ценной бумаге, удостоверяющая переход прав по ней к другому лицу.

Индоссант — лицо, передающее права по ценной бумаге.

Индоссат — лицо, которому передаются права по ценной бумаге.

Инсайдер — директора, старшие чиновники корпорации и все те, кто имеет доступ к внутренней, служебной информации, все те, кто имеет более 10% акций фирмы.

Инструменты фондового рынка — совокупность различных видов ценных бумаг, обращающихся на этом рынке.

Капитализация банковская — рыночная стоимость всех видов ценных бумаг, выпущенных банками.

Кассовая (простая) биржевая сделка (спот) — сделка, в которой одна сторона продает и поставляет ценные бумаги, а другая покупает, принимает и оплачивает их. Сделка подлежит немедленному исполнению в биржевом зале или с отсрочкой до 3 дней.

Кастодиан (депозитарий кастодиальный) — депозитарий, концентрирующий депозитарную деятельность на обслуживании инвесторов (частных и институциональных), мелких брокерских фирм, различных форм коллективных инвестиций.

Классические ценные бумаги — корпоративные и государственные облигации, а также акции.

Клиринговая деятельность — вид профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Осуществляется юридическими лицами, определяющими взаимные обязательства (сбор, сверку, корректировку информации по сделкам с ценными бумагами и подготовку бухгалтерских документов по ним) и производящими их зачет по поставкам ценных бумаг, а также расчеты по ним.

Конвертируемые ценные бумаги — производные бумаги, в решении о выпуске которых эмитентом зафиксировано право владельцев на их замену при определенных условиях на другие виды ценных бумаг.

Консолидированный документ — документ установленной формы, используемый при морских перевозках грузов. В соответствии с российским законодательством является ценной бумагой.

Корпоративная облигация — облигация, выпущенная частной корпорацией, т.е. негосударственным предприятием, организацией, учреждением.

Котировка — текущая цена предложения актива, в частности курс ценной бумаги, на покупку или продажу на рынке, в том числе на фондовой бирже, которая регистрирует и публикует котировки ценных бумаг.

Котировальный лист — реестр ценных бумаг, успешно прошедших процедуру листинга на фондовой бирже. Внесение ценных бумаг эмитента в котировальный лист означает разрешение сделок их купли-продажи на фондовой бирже.

Купон — отрезная часть документарной облигации, которая предъявляется в установленное время для получения дохода. При бездокументарной (электронной) эмиссии облигаций имеет другую форму.

Купонный доход — периодически выплачиваемый (один-два раза в год) фиксированный процент к номинальной стоимости облигации.

Курс ценных бумаг — цена, по которой продаются и покупаются ценные бумаги на фондовой бирже.

Курс акции — значение текущей рыночной цены, по которой она обращается на рынке. Его прогнозирование связано с большой неопределенностью. Упрощенно расчетный курс определяется отношением прогнозируемого размера дивиденда (в абсолютном выражении) к размеру безрискового банковского процента (в долях).

Курс облигации — значение ее рыночной цены, выраженное в процентах к номиналу.

Лeverедж — соотношение внешних заемных средств, в том числе эмитированных облигаций, к собственному капиталу акционеров.

ЛИБОР — межбанковская ставка предложения (ставка продавца) лондонского международного денежного рынка, т.е. ставка по краткосрочным межбанковским депозитам.

Ликвидность ценных бумаг — способность быстрого превращения без потерь ценных бумаг в наличные деньги.

Листинг — процедура допуска ценных бумаг к биржевой котировке после оценки финансово-экономического состояния эмитента и перспектив его развития. Финансовые показатели эмитента, а также количественные и качественные характеристики его ценных бумаг должны отвечать минимальным требованиям, устанавливаемым фондовыми биржами.

Лот — партия, стандартное количество ценных бумаг или товаров, допускаемое к торгам на бирже, как единое целое.

Маклер биржевой — работник, служащий биржи, входящий в состав ее персонала, ведущий торги в секциях, фиксирующий и регистрирующий согласие брокеров продавца и покупателя на заключение сделки.

Маклер-специалист — член фондовой биржи, совмещающий функции брокера и дилера и проводящий операции с определенными видами ценных бумаг.

Маржа — разница между двумя котировками одной ценной бумаги, используемой для получения дохода (цены покупателя и продавца).

Маржинальные сделки — сделки купли-продажи ценных бумаг на фондовой бирже при посредничестве брокерской или иной компании, которая открывает маржинальный счет клиенту. Посредством этого счета клиент может покупать и продавать ценные бумаги, используя заемные ресурсы — денежные средства и ценные бумаги.

Маркет-мейкер — дилер, действующий на внебиржевом рынке ценных бумаг и обязанный поддерживать цены спроса и предложения, активно совершая сделки с определенными видами ценных бумаг за собственный счет.

«**Медведи**» — участники спекулятивных биржевых сделок, пессимисты, играющие на понижении курсов акций в целях получения прибыли.

ММВБ — Московская межбанковская валютная биржа, учреждена в 1992 г. как закрытое акционерное общество. С 2005 г. фондовый отдел получил статус самостоятельной фондовой биржи — **ФБ ММВБ**.

МФБ — Московская фондовая биржа. Учреждена в 1997 г. как некоммерческое партнерство.

НАСД — Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам в США.

НАСДАК (NASDAQ) — Система автоматизированной котировки Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам в США, первый в мире электронный рынок ценных бумаг.

НАУФОР — Национальная ассоциация участников фондового рынка в РФ; саморегулируемая организация профессиональных участников рынка ценных бумаг, имеющая лицензию **ФСФР**.

Национальные ассоциации дилеров по ценным бумагам — профессиональные некоммерческие саморегулируемые организации, специализирующиеся на организации торговли ценными бумагами на внебиржевом вторичном рынке.

Облигация — ценная бумага, устанавливающая долговые отношения, гарантирующая право ее держателя на получение в установленные сроки от эмитента номинальной стоимости (имущественного эквивалента) этой бумаги и фиксированного дохода в виде процента к номиналу или дисконта.

Опцион — срочная сделка, контракт, который при условии уплаты оговоренной комиссии (премии) предоставляет одной из сторон право выбора в течение установленного периода времени либо купить, либо продать другой стороне определенное число акций определенного вида по курсу, зафиксированному при заключении сделки на бирже.

Оферта — публичное объявление курсов покупки и/или продажи ценных бумаг с обязательством реализации сделки по объявленным ценам.

ПАРТАД — Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев в РФ; саморегулируемая организация профессиональных участников рынка ценных бумаг, имеет лицензию **ФСФР**.

Первичный рынок ценных бумаг — сфера первой продажи-купли (размещения) новых выпусков ценных бумаг эмитента посредством заключения гражданско-правовых сделок.

Первоначальное публичное предложение акций — первое предложение компанией акций в открытой продаже.

Переводной вексель (тратта) — финансовый документ, который выставляется и подписывается кредитором (векселедателем-трассантом) и представляет собой его безусловный письменный приказ должнику (плательщику-трассату) уплатить векселедержателю (ремитенту) указанную сумму по предъявлении данного документа или в обусловленный срок; трассат становится должником по векселю только после того, как акцептует вексель.

ПИФ — паевой инвестиционный фонд.

Портфель ценных бумаг (инвестиционный портфель) — совокупность ценных бумаг различных видов, качества и количества, принадлежащих банку или иному субъекту, в том числе физическому лицу, формируемая для получения дохода с учетом степени риска.

Портфельные инвестиции — вложения средств юридических и физических лиц в ценные бумаги, образующие инвестиционный портфель, формируемый для получения дохода с учетом степени риска.

Принципал — лицо, приказы которого выполняет брокер при торговле ценными бумагами.

Производные ценные бумаги (деривативы) — бумаги, цена которых определяется стоимостью актива, лежащего в их основе (базисного актива), т.е. их цена является производной от стоимости этого актива.

Перспектив эмиссии — подлежащий государственной регистрации и публикации в СМИ документ, содержащий установленный объем информации об эмитенте и предстоящем выпуске его ценных бумаг.

Публичная биржа (публично-правовая корпорация) — правовая форма компании, в частности фондовой биржи, когда ее создание и деятельность строго контролируются государством на специальной за-

конодательной основе, либо она является государственным учреждением. Состав руководящих органов таких институтов назначается государством.

Пункт — единица измерения количественных изменений курса ценных бумаг, валюты и индексов.

Регистратор — физическое или юридическое лицо, ведущее реестры акций и облигаций компании.

Реинвестирование — изъятие инвестированных средств и вложение их в другие, более эффективные направления или вложение доходов, полученных от инвестиций, в то же направление.

Репо — биржевая срочная сделка по продаже ценных бумаг с обязательством их обратного выкупа через установленный срок по более высокому курсу; может быть заключена также по поводу продажи иностранной валюты за национальную.

Репорт — срочная сделка биржевого и внебиржевого вторичных рынков, заключаемая «быками» в целях получения прибыли за счет повышения курса ценных бумаг; операция обратная депорту.

РТС — Российская торговая система; первая получившая лицензию ФКЦБ, самая крупная в РФ электронная внебиржевая торговая система, созданная в 1995 г. по типу американской **НАСДАК**; с 2001 г. имеет статус фондовой биржи (некоммерческое партнерство **ФБ РТС**). Состоит из брокерско-дилерских компаний — членов **НАУФОР**.

Рынок денежный — рынок, на котором обращаются краткосрочные денежные и финансовые активы, т.е. наличные и безналичные деньги, векселя и чеки, банковские сертификаты и депозиты, краткосрочные облигации и др.

Рынок финансовый — часть рынка ссудных капиталов, на котором осуществляется мобилизация и перераспределение финансовых ресурсов как в форме выпуска и обращения ценных бумаг, так и в форме депозитов и кредитов.

Рынок фондовый — рынок, на котором продаются и покупаются ценные бумаги, кроме краткосрочных, в соответствии со спросом и предложением на них. Согласно российскому законодательству фондовый рынок и рынок ценных бумаг — понятия идентичные.

Рынок ценных бумаг — рынок, на котором продаются и покупаются любые ценные бумаги в соответствии со спросом и предложением на них. Совокупность отношений, возникающих при эмиссии и обращении ценных бумаг, а также его организационная структура.

Саморегулируемые организации профессиональных участников фондового рынка — некоммерческие организации, членами которых являются профессиональные участники фондового рынка, осуществляющие свою деятельность на основании государственной лицензии, обеспечивающие условия деятельности, соблюдение деловой этики профессиональными участниками, защиту интересов инвесторов и т.д., что повышает эффективность функционирования этого рынка.

Своп — комбинированная сделка покупки валюты, ценных бумаг и т.д. на условиях сделки спот с одновременной их продажей на условиях форвардной сделки.

Секьюритизация — увеличение доли привлечения финансовых ресурсов за счет выпуска долговых ценных бумаг по отношению к банковскому кредиту; сопровождается заметным расширением видов ценных бумаг, особенно производных инструментов.

Сертификат ценной бумаги — документ, зарегистрированный в уполномоченном государственном органе и содержащий сведения, достаточные для установления прав, закрепленных документарной ценной бумагой; может удостоверяет права на одну, несколько или все ценные бумаги с одним государственным регистрационным номером; может выдаваться на руки владельцам или подлежать обязательному хранению в депозитариях.

Складское свидетельство — документарная ценная бумага, выдаваемая товарным складом **поклажедателю** и удостоверяющая заключение между ними договора хранения и принятия складом товара на хранение. Есть два вида таких бумаг: двойное (состоит из двух частей: складского и залогового свидетельств) и простое складское (на предъявителя).

Спот (кассовые сделки) — класс сделок на условиях немедленной оплаты и поставки товара, валюты, ценных бумаг.

Спрэд — разница в ценах спроса и предложения на рынке.

Срочная сделка (срочный контракт) — сделка, предусматривающая приобретение и/или продажу определенных базисных активов в будущем на согласованных при подписании контракта условиях.

Срочный рынок (рынок деривативов) — рынок, на котором заключаются (эмитируются) и обращаются срочные контракты (производные ценные бумаги), связанные с будущим приобретением и/или продажей базисных активов, в частности ценных бумаг, лежащих в их основе. В зависимости от сложившейся в будущем конъюнктуры рынка базисного актива одна из сторон контракта получит прибыль, а другая — убыток.

Ссудный капитал — денежный капитал, привлекаемый в качестве ссуды, т.е. при условии возвратности и платности, в частности продажа эмитентом долговых ценных бумаг.

Ставка рефинансирования — официальная учетная ставка центрального банка, по которой он кредитует коммерческие банки.

Стагфляция — сочетание спада производства с высокой инфляцией.

Стеллаж (стрэдл) — одна из форм рыночной стратегии с применением опционов, предусматривающая одновременную покупку опциона колл (на покупку) и опциона пут (на продажу) на один и тот же базисный актив с одинаковой ценой исполнения.

Стрип — одна из форм рыночной стратегии с применением одного опциона колл и двух опционов пут на один и тот же базисный актив с одинаковыми датами истечения.

Стрэнгл — одна из форм рыночной стратегии с применением опционов колл и пут на один и тот же базисный актив с одинаковыми датами истечения, но с разными ценами исполнения.

Стрэл — одна из форм рыночной стратегии с применением одного опциона пут и двух опционов колл на один и тот же базисный актив с одинаковыми датами истечения.

Счет депо — специальный учетный регистр в бухгалтерских книгах депозитария, отражающий состояние определенных параметров ценных бумаг, доверенных депозитарию для учета.

Технический инвестиционный анализ — метод экспресс-оценки изменений котировок акций в недалекой перспективе на основе прошлой динамики цен на продукцию и котировок ценных бумаг предприятия-эмитента, куда предполагается инвестировать средства. Результаты анализа в виде диаграмм, графиков и т.п. позволяют принимать решения, уточняя данные фундаментального анализа.

Трансфер-агент — юридическое или физическое лицо, оказывающее владельцам ценных бумаг услуги по регистрации их прав на ценные бумаги.

Трансферт — перевод ценных бумаг с одного счета на другой по результатам совершенных сделок с ними.

Трассант — векселедержатель переводного векселя (**тратты**).

Трассат — юридическое лицо, оплачивающее предъявленную ему тратту.

Тратта (переводной вексель) — финансовый документ, который составляется и подписывается кредитором (векселедателем-трассантом) и представляет собой его безусловный письменный приказ должнику (плательщику-трассату) уплатить векселедержателю (ремитенту) указанную сумму по предъявлении данного документа или в обусловленный срок. Трассат становится должником по векселю только после того, как акцептует вексель.

Трейдер — физическое лицо, штатный служащий фондовой биржи (официально аккредитованный представитель члена биржи), имеющий квалификационный аттестат, объявляющий от имени участника торгов заявки и совершающий сделки.

Тренд — длительная тенденция изменения экономических показателей, в частности котировок ценных бумаг.

«Уличный» рынок ценных бумаг — вторичный внебиржевой организованный рынок ценных бумаг. Здесь в основном перепродаются бумаги эмитентов, не котирующиеся (не прошедшие листинг) на фондовой бирже.

Фиксинг — способ установления, фиксации цены при биржевой котировке. Достижение состояния, когда объем заявок на продажу становится равным объему заявок на покупку.

Финансовые инструменты — финансовые активы/пассивы, которые можно покупать и продавать на рынке и посредством которых происходит распределение и перераспределение капитала. К ним относятся банковские сертификаты, векселя и др.

Фондовая биржа — биржа, обеспечивающая активную, вторичную, как правило, куплю-продажу ценных бумаг клиентами при обязательном участии посредников.

Форвард — срочная сделка, нестандартизированный контракт — обязательство сторон соответственно продать и купить определенное количество ценных бумаг на установленную в будущем дату по курсу, зафиксированному при заключении сделки на внебиржевом рынке.

ФСФР — Федеральная служба по финансовым рынкам. Осуществляет функции по принятию нормативных правовых актов, контролю и надзору в сфере финансовых рынков (за исключением страховой, банковской и аудиторской деятельности).

Фундаментальный инвестиционный анализ — метод прогнозирования изменений котировок акций на основе изучения и оценки политической и экономической ситуации в стране, отраслевых тенденций, а также положения и перспектив развития конкретного предприятия — эмитента, куда предполагается инвестировать средства. При этом аналитики не исходят из прошлой динамики котировок. Используется совместно с техническим анализом.

Фьючерс — срочная сделка, стандартизированный контракт — обязательство сторон соответственно продать и купить стандартное количество определенных видов акций на стандартизовано установленную в будущем дату по курсу, зафиксированному при заключении сделки на бирже. Предметом сделки могут быть и другие активы.

Хеджирование — метод страхования от риска убытков вследствие неблагоприятного изменения ставок, курсов, цен и т.п. путем использования срочных сделок.

Ценные бумаги — документы установленной формы и содержания, удостоверяющие имущественные права держателя, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении.

Центральный банк — орган государственного денежно-кредитного регулирования экономики, наделенный правом монопольной эмиссии банкнот. Осуществляет куплю-продажу государственных ценных бумаг в качестве посредника и инвестора, а также, в редких случаях, выполняет функции эмитента государственных ценных бумаг.

Цессия — передача прав собственности по именной ценной бумаге путем уступки требования по договору или в виде передаточной надписи (индоссамента).

Эмиссия — выпуск в обращение ценных бумаг, денежных знаков во всех формах.

Эмиссия ценных бумаг — совокупность действий эмитента по выпуску в обращение ценных бумаг в соответствии с законодательством страны.

Эмитент — юридическое лицо, несущее от своего имени обязательство по осуществлению прав, закрепленных выпущенными им в обращение ценными бумагами перед их владельцами.

Библиографический список

1. *Базовый курс по рынку ценных бумаг: Учеб. пособие.* М.: Фонд «ИФРУ», 2004.
2. *Биржевое обозрение.* 2004.
3. *Годовой отчет Банка России.* 2002, 2003.
4. *Жуков Е.Ф.* Инвестиционные институты: Учеб. пособие. М.: ЮНИТИ, 1999.
5. *Жуков Е.Ф.* Ценные бумаги и фондовые рынки: Учебное пособие. М.: ЮНИТИ, 1995.
6. *Информационно-аналитические материалы* 3-й банковской конференции «Перспективы развития рынка финансовых услуг в России». Сочи; М., 2001.
7. *Литвиненко Л.Т., Нишатов Н.П.* и др. Рынок государственных ценных бумаг. М.: ЮНИТИ, 1998.
8. *Мировая экономика и международные отношения.* 1982, 1999.
9. *Общая теория денег и кредита / Отв. ред. Е.Ф. Жуков.* М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001.
10. *Потемкин А.П.* Государственные займы в период Временного правительства в 1917 г. // *Финансы.* 1997. № 1.
11. *Роде Э.* Банки, биржи, валюты современного капитализма. М., 1986.
12. *Рубцов Б.Б.* Мировые рынки ценных бумаг. М.: Экзамен, 2002.
13. *Рубцов Б.Б.* Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. М.: ФА, 2000.
14. *Рынок ценных бумаг / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова.* М.: Финансы и статистика, 1998.
15. *Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учебник для вузов / Под ред. О.И. Дегтяревой и др.* М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2002.
16. *Рынок ценных бумаг.* 1999, 2004.
17. *Рынок ценных бумаг: Учеб. пособие для вузов / Под ред. Е.Ф. Жукова.* М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2002.
18. *Сорос Дж.* Кризис мирового капитализма. М.: ИНФРА-М, 1999.
19. *Усоскин В.М.* Современный коммерческий банк. М.: Вазар-Ферро, 1999.

20. *Финансовый бизнес.* 2001.
21. *Фондовый портфель / Отв. ред. Ю.Б. Рубин, В.И. Солдаткин.* М.: СОМИНТЕК, 1992.
22. *Черников Г.П.* Фондовая биржа: международный опыт. М.: Международные отношения, 1991.
23. *Шабалин А.О.* Особенности фондового рынка России в период НЭПа / *Финансы.* 1997. № 3, 4.
24. *Шарп У.Ф.* и др. Инвестиции. М.: ИНФРА-М, 2001.
25. *Эксперт.* 2000.
26. *Японская экономика в преддверии XXI века.* М.: Наука, 1991.
27. *Banking in Switzerland* KPMG. Zurich, 1990.
28. *Business Week.* 1973, 1990, 2000, 2001.
29. *Economist.* 1992.
30. *Federal Reserve Bulletin.* 1990, 1992, 1995.
31. *Ferrandier R., Roen V.* Marches de Capitaux et techniques financiers. Paris. 1989.
32. *Financial Market Trends.* OECD. Paris, 1985-1991.
33. *Fortune.* 1978, 1990, 1992, 1996.
34. *International Tax and Public Finance.* 2001.
35. *International Tax and Public Finance.* Volume 8. November, 2, March 2001.
36. *La Bourse en 100 questions.* Paris, 1974.
37. *Leruth M.* L'epargne et le financement des entreprises des encitations gouvernementales. Paris, 1980.
38. *Moody's Industrial Manual.* 1980, 1990.
39. *Reisen H.* Pensions, Savings and Capital Flows. OECD Development centre, Paris, France. Edward Elger Publishing Inc, the USA 2000.
40. *Statistical Abstract of the US.* 1977, 1985, 1990, 1991, 1995, 1996, 2004-2005.
41. *The Finnish Banking system.* H. The Finnish Bankers Association, 1987.
42. *US News and World Report.* 1981, 1986.
43. *Wall Street Journal.* 1980.

Оглавление

От авторов	3
Раздел I. Рынок ценных бумаг: сущность, структура, организация	5
Глава 1. Рынок ценных бумаг как дополнительный источник финансирования экономики	6
1.1. Общие аспекты самофинансирования	6
1.2. Самофинансирование на микроуровне: сущность и принципы	8
1.3. Самофинансирование и рынок ценных бумаг на макроуровне	12
Глава 2. Виды ценных бумаг	15
2.1. Классификация ценных бумаг	15
2.2. Корпоративные ценные бумаги	20
2.3. Государственные ценные бумаги	28
2.4. Производные ценные бумаги и финансовые инструменты	36
2.5. Международные ценные бумаги	43
2.6. Стоимостные характеристики ценных бумаг	49
Глава 3. Операции с производными ценными бумагами на срочном рынке	56
3.1. Сущность деривативов. Понятие «срочные рынки»	56
3.2. Форварды и фьючерсы	60
3.3. Опционы и свопы	66
3.4. Депозитарные расписки	70
3.5. Производные ценные бумаги в Российской Федерации	80
Глава 4. Структура современного рынка ценных бумаг	88
4.1. Общая характеристика рынка	88
4.2. Первичный (внебиржевой) рынок	91
4.3. Вторичный рынок (фондовая биржа)	96
4.4. Уличный рынок ценных бумаг	102

Глава 5. Механизм принятия решений на рынке ценных бумаг	106
5.1. Фундаментальный анализ фондового рынка	107
5.2. Технический анализ фондового рынка	111
5.3. Формирование портфеля ценных бумаг	117
Глава 6. Система государственного регулирования рынка ценных бумаг	123
6.1. Общие аспекты регулирования	123
6.2. Органы контроля и надзора	126
6.3. Законодательно-правовая база	131
6.4. Регулирование деятельности участников рынка ценных бумаг	134
Раздел II. Биржевой фондовый рынок	141
Глава 7. Фондовая биржа: западная модель	142
7.1. Возникновение и развитие фондовой биржи	142
7.2. Организационная структура биржи	146
7.3. Биржевые операции	149
7.4. Национальные особенности фондовых бирж	154
7.5. Компьютеризация рынка ценных бумаг	165
Глава 8. Эволюция фондовой биржи	167
8.1. Биржа и кредитно-финансовые институты	167
8.2. Генезис биржевых спекуляций	173
Раздел III. Особенности национальных рынков ценных бумаг	181
Глава 9. Секьюритизация активов коммерческих банков	182
9.1. Секьюритизация активов: сущность и функции	182
9.2. Виды секьюритизируемых активов	185
9.3. Процесс секьюритизации активов: участники и этапы	189
9.4. Развитие секьюритизации активов в России	197
Глава 10. Рынок ценных бумаг США	201
10.1. Структура рынка	201
10.2. Ценные бумаги	210
10.3. Основные тенденции развития рынка ценных бумаг	223
Глава 11. Рынок ценных бумаг Японии	226
11.1. Структура рынка	226
11.2. Виды и особенности обращения ценных бумаг	227
11.3. Биржевой фондовый рынок: организация, регулирование, тенденции развития	232

Глава 12. Рынок ценных бумаг Германии	237
12.1. Тенденции развития рынка ценных бумаг Германии	237
12.2. Структура рынка ценных бумаг	240
12.3. Виды ценных бумаг	254
12.4. Государственное регулирование рынка ценных бумаг	264
Глава 13. Рынок ценных бумаг Великобритании	270
13.1. Структура рынка	270
13.2. Обращение ценных бумаг	271
13.3. Биржевой фондовый рынок	276
13.4. Регулирование рынка	281
Глава 14. Рынок ценных бумаг Канады	284
Глава 15. Фондовый рынок Китайской Народной Республики	298
15.1. Формирование рынка ценных бумаг Китая	298
15.2. Первичный рынок ценных бумаг	302
15.3. Вторичный рынок	304
15.4. Регулирование рынка ценных бумаг КНР	308
15.5. Тенденции развития рынка ценных бумаг Китая	311
Глава 16. Рынок ценных бумаг Франции и Италии	319
16.1. Рынок ценных бумаг Франции	319
16.2. Рынок ценных бумаг Италии	322
Глава 17. Фондовые рынки стран Восточной Европы и СНГ	328
17.1. Рынок ценных бумаг стран Восточной Европы	328
17.2. Рынок ценных бумаг стран СНГ	336
Раздел IV. Рынок ценных бумаг России	349
Глава 18. Становление рынка ценных бумаг	350
18.1. Рынок ценных бумаг Российской Империи	350
18.2. Обращение ценных бумаг в советский период	355
Глава 19. Российские ценные бумаги в докризисный период	362
19.1. Государственные и региональные ценные бумаги	362
19.2. Корпоративные ценные бумаги	371
Глава 20. Вексельное обращение	374
20.1. Вексель: история возникновения и развитие	374
20.2. Понятие «вексель». Функции векселя	382
20.3. Форма векселя	386

20.4. Виды векселей	388
20.5. Выпуск, обращение и погашение векселя	391
Глава 21. Операции с ценными бумагами в России	397
21.1. Виды операций с ценными бумагами	397
21.2. Эмиссионные операции	399
21.3. Инвестиционные операции	403
21.4. Дилерские операции	406
21.5. Брокерские операции	408
21.6. Операции по доверительному управлению	413
Глава 22. Современный рынок ценных бумаг	417
22.1. Структура и информационное обеспечение рынка	417
22.2. Организация фондовой торговли	423
22.3. Порядок эмиссии ценных бумаг в РФ	429
22.4. Профессиональная деятельность на российском рынке ценных бумаг	431
22.5. Брокерские компании фондового рынка России	433
22.6. Становление и перспективы развития российских брокерских компаний	452
22.7. Листинг в системе фондовой торговли	465
22.8. Развитие рынка IPO в Российской Федерации	469
22.9. Отраслевые аспекты рынка ценных бумаг на примере электроэнергетики	488
22.10. Развитие рынка ценных бумаг в России	502
<i>Приложения к гл. 22</i>	511
Глава 23. Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России	516
23.1. Регулирование рынка ценных бумаг: цели и принципы	516
23.2. Нормативные документы, регулирующие рынок ценных бумаг	519
23.3. Органы контроля и надзора	520
23.4. Саморегулируемые организации рынка ценных бумаг	525
23.5. Налоговое регулирование рынка ценных бумаг в РФ	528
23.6. Сравнительная эффективность налогового стимулирования инвестиций в ценные бумаги в РФ	530
Глава 24. Ценные бумаги как объект гражданского права	533
24.1. Борьба с преступностью на рынке ценных бумаг	533
24.2. Защита прав владельцев ценных бумаг	545
Глоссарий	550
Библиографический список	562

Учебник

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

**Под редакцией
Евгения Федоровича Жукова**

Редактор *Т.М. Дубович*
Корректор *Л.П. Кравченко*
Оригинал-макет *М.А. Бакаян*
Оформление художника *А.П. Яковлева*

Санитарно-эпидемиологическое заключение
№ 77.99.60.953.Д.005315.05.07 от 08.05.2007 г.

Подписано в печать 20.06.2008 (с готовых **ps-файлов**). Изд. № 1322
Формат 60х90 1/16. Бумага газетная. Усл. печ. л. 35,5. Уч.-изд. л. 31,0
Тираж 3000 экз. Заказ № 7922

ООО «ИЗДАТЕЛЬСТВО ЮНИТИ-ДАНА»
Генеральный директор *В.Н. Закаидзе*

123298, Москва, ул. Ирины Левченко, 1
Тел.: 8-499-740-60-15. Тел./факс: 8-499-740-60-14
www.unity-dana.ru E-mail: unity@unity-dana.ru

Отпечатано с готовых файлов заказчика в ОАО **«ИПК**
«Ульяновский Дом печати». 432980, г. Ульяновск, ул. Гончарова, 14