

В.А. ГАЛАНОВ

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

УЧЕБНИК

Допущено

Министерством образования и науки Российской Федерации в качестве учебника для студентов высших учебных заведений, обучающихся по специальностям 080105 «Финансы и кредит», 080109 «Бухгалтерский учет, анализ и аудит», 080102 «Мировая экономика»

Москва
ИНФРА-М
2007

УДК 336.76(075.8)

ББК 65.262.2я73

Г15

Рецензенты:

Кафедра фондового рынка и рынка инвестиций Государственного университета Высшей школы экономики (зав. кафедрой д-р экон. наук, проф. Н.И. Берзон), С.Н. Капустин, д-р экон. наук, проф. Академии народного хозяйства при Правительстве Российской Федерации, Б.В. Сребник, д-р экон. наук, проф. Финансовой академии при Правительстве Российской Федерации.

Галанов В.А.

Рынок ценных бумаг: Учебник. — М.: ИНФРА-М. — 2007. — 379 с. — (100 лет РЭА им. Г.В. Плеханова).

ISBN 978-5-16-002869-9

В учебнике рассматривается весь комплекс основных вопросов функционирования российского рынка ценных бумаг: понятие, классификации и юридические виды современных ценных бумаг, виды профессиональных посредников на рынке ценных бумаг, особенности операций на первичном и вторичном рынках ценных бумаг, регулирование данного рынка со стороны государства и саморегулируемых организаций, основные тенденции развития рынка ценных бумаг.

Для студентов высших учебных заведений, обучающихся по экономическим и финансовым специальностям, а также для преподавателей и специалистов, работающих на рынке ценных бумаг и в сфере акционерного дела.

ББК65.262.2я73

ISBN 978-5-16-002869-9

©Галанов В.А., 2006

ОГЛАВЛЕНИЕ

Предисловие	6
Глава 1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ	8
1.1. Понятие рынка.....	8
1.2. Классификации рынка ценных бумаг.....	10
1.3. Рынок ценных бумаг как рынок особого товара.....	16
1.4. Рынок ценных бумаг как рынок капитала.....	21
1.5. Функции рынка ценных бумаг.....	30
1.6. Участники рынка ценных бумаг.....	32
Глава 2. ЦЕННАЯ БУМАГА И ЕЕ КЛАССИФИКАЦИИ	36
2.1. Понятие ценной бумаги.....	36
2.1.1. Ценная бумага как юридическая вещь.....	36
2.1.2. Ценная бумага как фиктивная форма стоимости.....	43
2.2. Экономические виды ценных бумаг.....	60
2.3. Юридические виды и классификации ценных бумаг.....	74
Глава 3. ВИДЫ ЦЕННЫХ БУМАГ И ИНСТРУМЕНТОВ НА ИХ ОСНОВЕ	93
3.1. Акция и вторичные бумаги на ее основе.....	93
3.1.1. Акция.....	93
3.1.2. Опцион эмитента на акции (фондовый варрант).....	114
3.1.3. Американская депозитарная расписка на российские акции.....	118
3.1.4. Подписное право на акцию.....	124
3.2. Инвестиционный пай.....	127
3.3. Облигация.....	130
3.4. Государственная облигация.....	138
3.5. Вексель.....	145
3.6. Чек.....	161
3.7. Банковский сертификат.....	163
3.8. Закладная и другие ипотечные ценные бумаги.....	166
3.8.1. Закладная.....	166
3.8.2. Облигация с ипотечным покрытием.....	168
3.8.3. Ипотечный сертификат участия.....	170
3.9. Складское свидетельство.....	171

3.10.	Коносамент.....	174
3.11.	Производные финансовые инструменты на ценные бумаги.....	175
Глава 4.	ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ.....	180
4.1.	Понятие первичного рынка.....	180
4.2.	Эмиссия ценных бумаг.....	187
4.3.	Размещение ценных бумаг и его классификации.....	192
4.4.	Перспектив эмиссии и раскрытие информации.....	196
Глава 5.	ПРОФЕССИОНАЛЬНАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ.....	201
5.1.	Понятие и виды профессиональной деятельности.....	201
5.2.	Лицензирование профессиональной деятельности.....	205
5.3.	Брокерская деятельность.....	209
5.4.	Дилерская деятельность.....	222
5.5.	Деятельность по управлению ценными бумагами.....	224
5.6.	Деятельность по определению взаимных обязательств (клиринг).....	228
5.7.	Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг.....	233
5.8.	Депозитарная деятельность.....	237
5.9.	Деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг.....	243
	5.9.1. Общие требования к организации торговли.....	243
	5.9.2. Фондовая биржа как организатор рынка.....	244
	5.9.3. Электронные торговые системы.....	248
Глава 6.	ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ.....	252
6.1.	Общее представление о вторичном рынке и обращении ценных бумаг.....	252
6.2.	Этапы рыночного договорного процесса.....	258
6.3.	Ранжирование ценных бумаг на рынке.....	266
	6.3.1. Листинг акций.....	266
	6.3.2. Рейтинги облигаций.....	273
6.4.	Организация процесса торговли ценными бумагами.....	278
6.5.	Котировка ценных бумаг и фондовые индексы.....	283
6.6.	Ликвидность ценных бумаг.....	290
6.7.	Виды рисков по ценным бумагам.....	293
6.8.	Спекулятивные операции с ценными бумагами.....	296
	6.8.1. Инвестиционные и спекулятивные операции.....	296
	6.8.2. Спекуляция с привлечением заемных средств, или маргинальная торговля.....	305

6.8.3. Операции репо.....	314
6.8.4. Арбитражные операции.....	324
6.9. Инвестиционный процесс и управление инвестиционным фондовым портфелем.....	330
6.10. Капитализация фондового рынка.....	339
Глава 7. РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ.....	346
7.1. Государственное регулирование.....	346
7.2. Саморегулирование на рынке ценных бумаг.....	356
Глава 8. ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ.....	360
8.1. Понятие и типы тенденций.....	360
8.2. Краткосрочные тенденции.....	360
8.3. Долгосрочные тенденции.....	361
8.4. Общие тенденции.....	367
8.5. Основные структурные тенденции.....	371
Литература.....	378

ПРЕДИСЛОВИЕ

Ценная бумага — это чудо современного рынка, но оно создано человеческим умом и временем. Если современный рынок и продолжает развиваться, несмотря на все сопутствующие ему социальные проблемы, то этим он во многом обязан именно развитию современного рынка ценных бумаг.

Предлагаемый учебник охватывает все разделы курса «Рынок ценных бумаг». Его целью является предоставление студенту цельного и системного понимания рынка ценных бумаг в разрезе всех его составных частей: участников, видов ценных бумаг и действий (операций), совершаемых с ними.

Однако, в отличие от многих других финансовых и товарных рынков, для рынка ценных бумаг особенно важна научная сторона, связанная с пониманием сущности ценных бумаг и ее проявлениями на рынке. Поэтому при изложении учебного материала в ряде случаев просто невозможно обойтись без научного анализа. Положительным моментом такого подхода является то, что студент должен не только пассивно воспринимать имеющийся в его распоряжении учебный материал, но и пытаться понять его глубинные основы. В конечном счете учащийся рано или поздно начинает подвергать сомнению имеющийся у него (накопленный им) учебный багаж знаний. Вот тут-то ему и может пригодиться понимание научных основ этих знаний, которые он либо должен пересмотреть, либо продолжать уточнять и развивать с учетом каких-то новых рыночных явлений.

Важной целью настоящего учебника является отражение современного состояния рынка ценных бумаг, учитывающее произошедшие за последние годы изменения в его нормативно-правовой базе, накопленный опыт его функционирования в российских условиях и перемены на мировом рынке.

Вследствие ограниченного объема данный учебник не следует рассматривать как фундаментальное руководство по рынку ценных бумаг, в котором достаточно подробно изложены практически все его аспекты. Вообще, стоит отметить, что степень раскрытия содержания материала по любому вопросу и по их перечню (набору изучаемых вопросов) имеет свой разумный учебный предел. Дело в том, что, во-первых, конкретность любого рыночного явления всегда бесконечна, поэтому при желании можно написать

целую книгу по каждому вопросу, относящемуся к рынку ценных бумаг. Для этого достаточно взглянуть на нормативные документы любой рыночной организации, например, депозитария ценных бумаг или того же коммерческого банка. Во-вторых, чем выше уровень конкретности, тем все в большей степени она становится изменчивой, непостоянной. Учить материал, который все время меняется, — бессмысленно. Учиться надо на том, что сохраняется в течение достаточно длительного времени и поэтому будет, несомненно, полезно специалисту в его работе, по крайней мере на ближайшие годы. Иначе вместо обучения будет простая потеря времени, которое на самом деле составляет истинное богатство человека.

Хочется надеяться, что данный учебник внесет свой посильный вклад в подготовку специалистов для российского рынка ценных бумаг.

Автор

Глава 1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

1.1. Понятие рынка

Как и любой предмет, учебный курс «Рынок ценных бумаг» опирается на целую систему понятий, одна часть которых изучается в других экономических дисциплинах, а вторая — является специфической для данного курса. В этом разделе приводятся исходные понятия, которые имеют прямое отношение к рынку ценных бумаг, и их определение необходимо для того, чтобы начать последовательное изложение содержания курса.

Обычно сложно (или даже невозможно) дать строгое определение тому или иному рыночному понятию. Только изучив предмет и целом, можно получить более глубокие представления о сущности отношений, имеющих место на данном рынке. Поэтому приведенные определения лучше рассматривать не как нечто законченное или как незыблемую истину, а как предварительные понятия, необходимые для изучения учебного материала.

Рассмотрим предварительные исходные определения.

Рынок ценных бумаг — это отношения между его участниками по поводу выпуска, обращения и гашения ценных бумаг.

Ценная бумага — особого рода юридический документ, который фиксирует права его владельца, или обязательства выдавшего его лица, на определенное количество денег или вещей (имущества).

Инвестор — владелец (собственник) ценной бумаги, ставший им в результате обмена на нее определенного количества принадлежавших ему денег или вещей (имущества).

Эмитент — участник рынка, выдавший ценную бумагу в обмен на денежные средства или вещи (имущество), принадлежавшие инвестору, и несущий соответствующие обязательства по ценной бумаге перед инвестором.

Выпуск в обращение (выдача, эмиссия) ценной бумаги — отчуждение ценной бумаги эмитентом в пользу инвестора.

Обращение ценной бумаги — ее отчуждение от одного инвестора к другому инвестору.

Гашение (погашение) ценной бумаги — отчуждение ценной бумаги инвестором обратно эмитенту, сопровождающееся прекращением существования конкретной ценной бумаги. Обычно имеет место при окончании срока действия ценной бумаги.

Изъятие ценной бумаги из обращения — отчуждение ценной бумаги инвестором обратно эмитенту, не сопровождающееся прекращением существования конкретной ценной бумаги, а означающее лишь ее временное выбытие из сферы обращения.

В своей совокупности выпуск, обращение и гашение ценной бумаги составляют ее **кругооборот**.

Отчуждение ценной бумаги — любой рыночный (обычно купля-продажа или отдача займа) или нерыночный (например, дарение, наследование, конфискация) способ передачи ценной бумаги от одного участника рынка к другому.

Кроме перечисленных исходных понятий рынка ценных бумаг, наибольшее употребление имеют три ключевых общерыночных понятия, которые приведем в общеупотребимом и теоретическом значениях.

Товар — это рыночный актив, существующий вне участника рынка и представляющий собой единство полезности (потребительской стоимости) и рыночной цены (меновая стоимость). Теоретически действительный товар есть полезная человеку вещь, в которой материализован абстрактный человеческий труд или стоимость.

Деньги — это всеобщее покупательное и платежное (или платежно-расчетное) средство, определенное количество единиц которого выражает цену любого товара. Теоретически действительные деньги есть стоимость, находящаяся в эквивалентной форме, т. е. в форме, в которой все товары выражают свою стоимость и на которую все товары могут обмениваться.

Капитал — это денежная сумма или вещь (имущество), владение или использование (употребление) которых их владельцем (собственником) приносит ему чистый доход в любой рыночной форме (прибыль, процент, дивиденд и др.). В теоретическом плане действительный капитал — это самовозрастающая стоимость или это есть стоимость в форме денег либо товара, которая создает (приносит) прибавочную стоимость.

В совокупности действительные товар, деньги и капитал представляют собой вещественные формы существования стоимости или общественного труда. Ценная бумага как экономическая категория есть тоже одна из форм существования стоимости, но уже в качестве невещественной, или фиктивной, ее формы.

Понятие «рынок ценных бумаг»

Понятие ценной бумаги как специфического объекта рынка	Понятие специфического участника рынка (субъекта рынка)	Понятие действий участников рынка с ценной бумагой (отношения в процессе кругооборота ценной бумаги)
--	---	--

Рис. 1.1. Структура понятия «рынок ценных бумаг»

На рис. 1.1 представлена структура понятия «рынок ценных бумаг», которая складывается из трех групп понятий:

- понятия объекта рынка. Это понятие ценной бумаги или, если говорить в более общей форме, — понятие инструмента рынка ценных бумаг. Данная проблематика будет рассмотрена в гл. 2 и 3 учебника;
- понятия субъектов рынка или прежде всего его исходных участников — эмитентов и инвесторов. Деятельность эмитентов описывается в гл. 4, а деятельность инвесторов — в гл. 6. Современный рынок всегда имеет специализированных или профессиональных участников, которые выполняют посреднические услуги — связывают между собой исходных участников (эмитентов и инвесторов, а также инвесторов между собой). Деятельность профессиональных участников рассматривается в гл. 5;
- понятия действий, которые могут совершать субъекты рынка с объектами этого же рынка. Все эти действия совершаются в процессе выпуска, обращения и гашения ценной бумаги, или на ее первичном и вторичном рынках. Материал по поводу такого рода действий с ценными бумагами изучается в гл. 4, 5 и 6.

Рынок ценных бумаг находится под регулирующим воздействием со стороны государства и самих участников рынка. Этим вопросам посвящена гл. 7.

В гл. 8 дается обзор основных тенденций развития и происходящих изменений на рынке ценных бумаг.

1.2. Классификации рынка ценных бумаг

Рынок ценных бумаг — это многосложная структура, поэтому он может быть классифицирован по большому числу признаков, каждый из которых характеризует его с той или иной стороны, или с точки зрения разных отношений, имеющих на нем место.

В зависимости от стадии кругооборота ценной бумаги различают первичный и вторичный ее рынки.

Первичный рынок ценной бумаги — это отношения по поводу выпуска ценной бумаги в обращение. Это такие отношения между ее эмитентом и инвестором, при которых движение денег и товаров направлено от инвестора к эмитенту, а движение ценных бумаг, наоборот, — от эмитента к инвестору.

Вторичный рынок — это обращение ценной бумаги между инвесторами. Это отношения между инвесторами по поводу ценной бумаги. В этом случае движение денег и товаров и обратное им движение ценных бумаг осуществляется исключительно между самими инвесторами.

Поскольку процессы погашения ценной бумаги или изъятия ее из обращения на практике не выделяются как особые части рынка и не имеют своего специфического названия, постольку условно считается, что эти части отношений рынка ценных бумаг тоже охватываются единым понятием вторичного рынка.

Если прибегнуть к аналогии с вещественным товаром, то можно сказать, что первичный рынок ценной бумаги представляет собой нечто вроде процесса ее «производства», а ее вторичный рынок представляет собой обычный рынок, подобный рынкам любых других товаров сточки зрения происходящих на нем процессов или имеющих на нем товарно-денежных отношений. Продолжим данную аналогию: стадия гашения ценной бумаги — это приблизительно то же, что и стадия потребления вещественного товара, поскольку и ценная бумага, и товар на этой стадии рынка выбывают из него и прекращают вообще свое реальное существование.

По виду ценных бумаг данный рынок подразделяется на относительно самостоятельные рынки каждой отдельной ценной бумаги: рынки акций, облигаций, векселей и т.п. В этом случае под рынком подразумевается как бы само наличие в рыночной практике соответствующей ценной бумаги, выполняющей присущие ей функции, а вовсе не обязательно наличие рынка как сферы торговли конкретной ценной бумагой. Рынок ценной бумаги — это любые отношения, связанные с ценной бумагой, а не только торговля ею, или отношения ее купли-продажи.

Иначе говоря, может казаться, что рынок конкретной ценной бумаги в ряде случаев как бы состоит не из трех описанных ранее частей — выпуск, обращение и гашение ценной бумаги, — а только из двух частей — первой и третьей, т. е. из выпуска и последующего погашения бумаги. Обращение ценной бумаги в форме ее купли-продажи может отсутствовать в силу тех или иных причин.

На самом деле обращение ценной бумаги имеет место всегда, а не только когда есть торговля ею. Просто в этом случае обращение ценной бумаги осуществляется в иных формах, связанных с владением ценной бумагой, например: отдача в ссуду, дарение, наследование и т.п. Именно поэтому выпуск, обращение и гашение — обязательные части, без которых рынок ценной бумаги невозможен вообще. Выражаясь в терминах первичного и вторичного рынков, можно сказать, что рынок отдельной ценной бумаги, как смеяна ее метаморфоз, всегда состоит из первичного и вторичного рынков и никогда не сводится, например, только к первичному рынку ценной бумаги и стадии ее гашения, поскольку между этими стадиями ценная бумага не перестает быть объектом собственности, а потому и объектом каких-либо действий со стороны участников рынка.

В свою очередь, рынок отдельной ценной бумаги может подразделяться на рынок самой этой бумаги и на рынки зависимых от нее инструментов: рынок вторичных ценных бумаг и рынок производных финансовых инструментов, основанных на срочных контрактах на ценные бумаги.

Рынок вторичных ценных бумаг — это рынок ценных бумаг, основанных на других ценных бумагах. Примером вторичных ценных бумаг в российских условиях, в частности, являются «опционы эмитента» или американские депозитарные расписки (см. гл. 3 учебника).

Рынок производных финансовых инструментов на ценные бумаги — это рынок срочных контрактов на куплю-продажу ценных бумаг, заключаемых не с целью действительной их покупки или продажи, а лишь с целью получения разницы в их рыночных ценах во времени. Примерами таких инструментов являются фьючерсные и другие срочные контракты, понятие о которых дается в конце гл. 3. Можно сказать, что рынок производных финансовых инструментов есть купля-продажа, в результате **которой**, как правило, происходит передача только денег, но не самих ценных бумаг.

В экономической литературе вторичные ценные бумаги часто еще называют «производными» ценными бумагами. В методических целях лучше не употреблять термин «производная» для двух совершенно разных инструментов рынка. На практике это часто приводит только к путанице (смешению) данного вида инструментов рынка ценных бумаг, полностью различающихся между собой.

В зависимости от вида эмитента рынок ценных бумаг подразделяется на рынки государственных и корпоративных (негосударственных) ценных бумаг.

Государственные ценные бумаги — это ценные бумаги, эмитентом которых является государство в лице соответствующих органов государственной исполнительной власти.

В свою очередь, рынок государственных ценных бумаг в нашей стране делится на рынок федеральных ценных бумаг, рынок ценных бумаг субъектов Федерации и рынок муниципальных ценных бумаг. Последний вид ценных бумаг юридически, правда, пока не отнесен к разряду государственных, хотя по сути практических вопросов он фактически приравнен к ним.

Рынок корпоративных ценных бумаг — это рынок ценных бумаг, выпускаемых коммерческими организациями («корпорациями»). В российской практике отсутствуют ценные бумаги, эмитентами которых были бы физические лица, хотя потенциально они и могут быть ими для некоторых видов бумаг (вексель, закладная). В этом смысле точнее говорить, что рынку государственных ценных бумаг противостоит не рынок корпоративных, а рынок негосударственных бумаг, который тогда, в свою очередь, следовало бы разделять на рынок корпоративных ценных бумаг и рынок ценных бумаг частных граждан.

С позиций отраслевого деления экономики любой страны также бывает востребованным такое рассмотрение рынка ценных бумаг.

Отраслевой рынок ценных бумаг — это рынок всех видов ценных бумаг, которые выпущены коммерческими структурами данной отрасли. Например, рынок ценных бумаг металлургических компаний или нефтяных компаний и т.д.

В зависимости от состояния дел в отрасли может иметь место перераспределение капитала не только между отраслями, но и из одних видов ценных бумаг данной отрасли в другие их виды этой же отрасли. Следовательно, в ряде случаев имеется необходимость уже внутри отраслевого рынка как целого выделять рынки отдельных видов ценных бумаг, эмитируемых компаниями отрасли.

С точки зрения масштабов рынок ценных бумаг подразделяется на мировой рынок и национальные рынки. В свою очередь, мировой рынок ценных бумаг может рассматриваться как совокупность национальных рынков ценных бумаг и как международный (межнациональный) рынок определенного вида ценных бумаг. Национальный рынок (особенно крупных стран) может подразделяться, с одной стороны, на общенациональный и на региональные (территориальные) рынки, а с другой — на национальную и интернациональную его части.

В зависимости от степени концентрации (сосредоточения) отношений эмитентов и инвесторов с точки зрения места, времени,

процессов и т.п. рынок ценных бумаг подразделяется на биржевой и внебиржевой (небиржевой).

Биржевой рынок — это рынок, имеющий юридический статус биржи. Экономическим основанием биржи как рынка является высокая степень концентрации (сосредоточения) однотипных сделок (сделок купли-продажи) с ценными бумагами в определенном месте (в том числе в определенной электронной торговой системе) и за дискретный отрезок времени.

Внебиржевой (небиржевой) рынок — это рынок, характеризующийся хаотичностью процесса заключения сделок купли-продажи с ценными бумагами во времени и пространстве, а в организационно-юридическом плане данный рынок рассредоточен по стране и по участникам.

С точки зрения наличия твердо установленных правил торговли, фиксированных, вплоть до утверждения их государством, рынок ценных бумаг исторически делился на организованный и неорганизованный рынок.

Организованный рынок — это рынок, функционирующий по обязательным для всех его участников правилам. Понятие организованного рынка в настоящее время автоматически включает и его регулирование со стороны государства, поскольку указанные правила должны быть обязательно утверждены государством.

Неорганизованный рынок — это рынок без правил и без государственного регулирования.

Для современного высокоразвитого рынка ценных бумаг деление на организованный и неорганизованный фактически устарело и перестало быть актуальным. В настоящее время рынок ценных бумаг во всех своих аспектах есть в большей или меньшей степени организованный рынок, который просто не мыслим без соответствующих правил работы на нем.

В зависимости от способа заключения сделок рынок ценных бумаг может быть публичным или электронным (компьютеризированным).

Публичный рынок — это рынок, на котором купля-продажа ценных бумаг осуществляется публично, т. е. обычно в присутствии профессиональных торговых участников рынка. Публичный рынок ценных бумаг есть не только присутственный рынок, но и гласный рынок, когда информация о сделках и торгах является открытой для всех участников любого рынка независимо от их местонахождения.

Электронный (компьютеризированный) рынок — это рынок, на котором процесс купли-продажи ценных бумаг осуществляется

путем электронного контакта (по электронным сетям) между продавцами и покупателями.

В зависимости от вида заключаемых сделок рынок ценных бумаг подразделяется на кассовый и срочный, инвестиционный и спекулятивный, наличный и долговой (маржинальный) и т.д. Сущность этих рынков станет понятной при рассмотрении содержания одноименных видов сделок (договоров, контрактов) с ценными бумагами в последующих разделах курса.

В обобщенном (сводном) виде классификация перечисленных выше рынков ценных бумаг представлена в табл. 1.1.

Таблица 1.1

Классификация рынков ценных бумаг

<i>Классификационный признак</i>	<i>Виды рынка ценных бумаг</i>
Стадия кругооборота ценной бумаги	Первичный рынок Вторичный рынок
Вид ценной бумаги	Рынок акций Рынок облигаций Рынки других видов ценных бумаг
Вид эмитента	Рынок государственных ценных бумаг Рынок корпоративных (негосударственных) ценных бумаг
Вид отрасли	Рынок ценных бумаг металлургических компаний Рынок ценных бумаг нефтяных компаний Рынки ценных бумаг других отраслей экономики
Масштабы рынка	Мировой рынок ценных бумаг Национальный рынок ценных бумаг
Степень концентрации рыночных отношений в определенном месте	Биржевой рынок Внебиржевой рынок
Наличие правил торговли	Организованный рынок Неорганизованный рынок
Способ заключения сделки	Публичный рынок Электронный рынок
Вид сделки (договора между участниками рынка)	Кассовый и срочный рынок Инвестиционный и спекулятивный рынок Наличный и долговой (маржинальный) рынок и др.

Возможны и другие более **специфические**, или более частные, классификационные признаки, по которым рынок ценных бумаг подразделяется на те или иные части. Такие последующие признаки обычно носят узкоспециализированный характер и необходимы для каких-то конкретных целей анализа и прогнозирования процессов, которые происходят на данном рынке. Рынок ценных бумаг «бесконечен» в своих проявлениях, а потому и его классификаций может быть «великое» множество.

1.3. Рынок ценных бумаг как рынок особого товара

Ценная бумага как товар. В массовом сознании рынок — это всегда торговля, иначе, совокупность сделок купли-продажи, т. е. одних и тех же действий по обмену товара на деньги. Поэтому **главное**, что различает рынки (как рынки **такого** рода сделок) между собой, — это их предмет, т. е. вид товара. Рынок ценных бумаг отличается от рынков любых других товаров по своему специфическому товару — ценной бумаге.

В самом начале было дано предварительное определение ценной бумаги как особого документа, выдаваемого его эмитентом инвестору. Но этот документ не остается «мертвым грузом», а обычно в последующем продается и покупается на своем собственном рынке, следовательно, в экономическом плане **ценная** бумага есть **товар**, или потребительная стоимость, чаще всего обмениваемая на деньги.

Из особенностей ценной бумаги как товара проистекают все остальные специфические черты и характеристики рынка ценных бумаг.

Отличия рынка ценных бумаг от рынка вещественных товаров. Можно выделить следующие важнейшие различия сравниваемых рынков:

- **отсутствие стадий производства и потребления ценной бумаги.** Рынок вещественного товара состоит из трех стадий: производство товара, доведение его до потребителя, или процесс обращения товара, и его потребление. Рынок ценной бумаги не имеет стадий производства и потребления. Это есть рынок, который с точки зрения вещественного **товара** находится только в пределах стадии обращения. Вместо стадии «производства» имеется стадия выпуска ценной бумаги в обращение, а вместо стадии «потребления» — стадия гашения ценной бумаги (полное прекращение обращения);

сфера обращения как единственная сфера существования ценной бумаги. Значимость стадии обращения для сравниваемых рынков совершенно неодинакова или абсолютно противоположна. Для вещественного товара обращение необходимо, чтобы доставить товар от стадии его изготовления до стадии его потребления. Чем быстрее и короче этот путь, тем при прочих равных условиях товар обходится дешевле потребителю. Товар создается для того, чтобы его потребить, а не для того, чтобы он «болтался» в сфере обращения. Иное дело — ценная бумага. Она не есть благо, употребляемое самим человеком, или вещь, задействованная в процессе материального или нематериального производства. Ценная бумага живет только в сфере обращения. Чем больше обращается (перепродается) ценная бумага, тем большую ценность она имеет для участников рынка ценных бумаг. Увеличение ее цены в результате обращения есть благо, а не «горе», как для вещественного товара;

цена ценной бумаги как товара не имеет материального содержания. Порядок определения рыночной цены на рынке ценных бумаг иной, чем на товарном рынке. Цена вещественного товара базируется на его стоимости, т. е. на затратах человеческого труда как всеобщего, качественно однородного труда. Цена ценной бумаги не имеет трудового содержания, т. е. не имеет стоимости в качестве своей основы, поскольку ценная бумага не есть результат труда. Для каждого вида ценной бумаги рынком вырабатываются свои «правила» ценообразования, которые основываются на тех стоимостных отношениях, которые выражает (формой существования которых является) соответствующая по виду ценная бумага;

превосходящие масштабы рынка ценных бумаг. Масштабы рынка ценных бумаг обычно превышают масштабы рынка материальных благ. Это связано с тем, что рост производства материальных благ всегда ограничен, с одной стороны, имеющимися материальными и трудовыми ресурсами, а с другой — потребностями в тех или иных конкретных полезных вещах. У рынка ценных бумаг отсутствуют какие-либо материальные, обязательные границы для роста. У данного рынка нет каких-либо видимых границ, поскольку ценная бумага не есть вещь. Или можно сказать наоборот: в материальном производстве товаров скрывается лишь нижняя граница для масштабов роста рынка ценных бумаг, а осязаемой, определенной верхней границы его увеличения нет вообще.

На практике такое положение, конечно, не означает, что масштабы рынка ценных бумаг станут когда-нибудь количественно бесконечными, но очевидно, что в историческом плане границы увеличения данного рынка отсутствуют.

Отличия рынка ценных бумаг от валютного рынка. В данном случае под валютой будем понимать только иностранные деньги, наличие которых, как известно, необходимо для покупки любых товаров и ценностей в соответствующих странах или за которые продаются отечественные товары в других государствах или иностранным лицам. Сюда же относятся и долговые отношения по поводу иностранной валюты.

Существуют следующие основные различия между данными рынками:

- ***по способу образования.*** Любая валюта есть национальная денежная единица, а потому выпускается в обращение от лица государства (в форме казначейских билетов или банкнот центрального банка). Ценная бумага может выпускаться любыми эмитентами, т. е. как государством, так и коммерческими организациями;
- ***по характеру отношений.*** Валюта — это всегда деньги соответствующей страны. Валютный рынок представляет собой рынок обмена валютами, т. е. однородными по своей экономической сути денежными единицами разных стран, в форме купли-продажи одной валюты за другую. На валютном рынке всегда одна валюта является товаром, а другая — деньгами, но при этом каждая из валют остается деньгами. Купля-продажа валюты в качестве товара не меняет ее сущности как денег. Ценная бумага — это особый товар, который обычно приносит чистый доход своему владельцу, т.е. она есть товар как капитал. В этом смысле валютный рынок — просто денежный рынок, или рынок денег как товаров. Рынок ценных бумаг есть рынок ценной бумаги тоже как товара, но последний обычно существует в виде капитала;
- ***валютный рынок есть мировой рынок по своему объекту, а рынок ценных бумаг есть мировой рынок по своим участникам.*** Валютный рынок, как и рынок ценных бумаг, — это рынки сферы обращения, они не имеют четких материальных границ для своего развития. Но развитие рынка ценных бумаг осуществляется прежде всего в национальных границах, в то время как валютный рынок представляет собой международный рынок по содержанию своего объекта — валютного товара. Поэтому масштабы валютного рынка пока

превышают масштабы мирового рынка ценных бумаг, который является совокупностью национальных рынков, а не всемирных товаров. Мировой характер рынка ценных бумаг пока в основном определяется интернациональным характером его участников, а не наличием ценных бумаг, основанных на капитале, не имеющем национальной принадлежности;

- *различия в факторах, влияющих на рынок.* Основополагающие факторы валютного рынка — это преимущественно политические факторы и факторы общегосударственного значения. Рынок ценных бумаг в большей степени зависит от экономических факторов различного уровня — присущих как экономике страны в целом, так и каждому отдельному эмитенту ценной бумаги.

Отличия рынка ценных бумаг от кредитного рынка. Товаром кредитного рынка является денежная ссуда, или денежная сумма, отданная в долг. В качестве ссуды, т. е. вещи (имущества), отдаваемой в долг, может выступать и любой другой товар, в частности, когда имеет место аренда земли, оборудования, недвижимости и т.п. Однако такого рода ссудные отношения обычно не относятся к понятию кредитного рынка, так как представляют собой самостоятельные виды ссудных рынков, которые в данном случае не рассматриваются. Центральным звеном кредитного рынка является банк или кредитное учреждение. Выделяются следующие наиболее характерные различия между рынком ценных бумаг и кредитным рынком:

- *различие в типе посредничества на рынке.* Рынок ценных бумаг есть рынок преимущественно с торговым посредничеством, а кредитный рынок — это рынок долгового посредничества. На рынке может быть два типа посредников: посредники в торговле (в купле-продаже), или торговое посредничество, и посредники в кредитовании (в ссуде) деньгами или товарами, или долговое посредничество. Для рынка ценных бумаг наиболее характерным является наличие торгового посредничества в лице брокеров и дилеров, но при определенных операциях (маржинальные операции, операции репо) имеет место и долговое посредничество. Кредитный рынок есть рынок преимущественно долгового посредничества. Кредитная организация (банк) привлекает свободные денежные средства от одних участников рынка и затем отдает их в ссуду другим участникам рынка, которые нуждаются в кредитах. Банк выступает посредником в ссуде для других участников рынка.

различия в организации рынка. Рынок ценных бумаг может быть организованным и неорганизованным, а кредитный рынок есть всегда организованный рынок. Кредитный рынок по своей сути — это организованный специализированной кредитной организацией рынок. Он является рынком банковских ссуд и рынком их источников. Обычно банковская ссуда есть следствие ссуды, предоставленной банку в виде денежных средств его клиентов, находящихся на счетах в банке, или она является результатом долга банка перед одними его клиентами и долга других его клиентов перед самим банком. Иначе говоря, кредитный рынок — это всегда не просто трехсторонний рынок, а рынок, на котором организуемым началом является банк. Законами каждой страны закрепляется право банковской системы на ведение денежных счетов и кредитование.

Иное дело — рынок ценных бумаг. Он представляет собой отношения между эмитентами и инвесторами или только между инвесторами, и никакого организующего начала непосредственно в отношениях по поводу ценной бумаги не существует. Поэтому рынок ценных бумаг характеризуется множественностью способов его организации. В то время как кредитный рынок имеет своего единственного организатора в лице кредитной организации (банка), у рынка ценных бумаг нет такого обязательного всеобщего центра, например, в виде фондовых бирж. Фондовый рынок делится также на биржевой и небиржевой. С развитием фондового рынка его организованная сторона усиливается, но это не заложено в нем изначально;

различие вохвате организатором рынка его инструментов.

Банк обычно предоставляет весь набор услуг по кредитованию, а организатор торговли ценными бумагами не в состоянии охватить все обращающиеся ценные бумаги и все возможные виды операций с ними. В отличие от любого банка биржи ценных бумаг не только не стремятся включить в свой оборот все ценные бумаги того или иного вида, а наоборот, у них имеется право отбора ценных бумаг, допускаемых до биржевых торгов;

разная ограниченность размеров рынка. Масштабы кредитного рынка определяются потребностью экономики в деньгах в качестве средств обращения и в качестве денежного капитала. Масштабы рынка ценных бумаг, как уже говорилось, не имеют верхней границы для роста;

- **различия в ценах.** Ценой банковской ссуды является процентная ставка на рынке, т. е. доход, выплачиваемый по ссуде. А цена ценной бумаги в своей основе — это величина самой ссуды, или капитализированный процентный (дивидендный) доход по ценной бумаге.

1.4. Рынок ценных бумаг как рынок капитала

Ценная бумага как капитал. В условиях современного рынка все может стать источником чистого дохода или превратиться в капитал. Дело только за тем, чтобы найти законный (рыночный) способ извлечь этот чистый доход из того или иного рыночного актива либо той или иной предметной трудовой деятельности. С момента своего возникновения ценная бумага стала использоваться и в качестве капитала, т. е. для извлечения чистого дохода.

Спрос на капитал обычно имеет место со стороны, во-первых, коммерческих организаций, которым капитал необходим для расширения масштабов своей деятельности, во-вторых, государства, которое, правда, не использует привлеченные средства в качестве капитала, но зато с высокой степенью гарантированности выплачивает в той или иной форме чистый доход на ценные бумаги, в силу чего последние все равно превращаются в капитал для инвесторов, не будучи капиталом по своему применению.

Предложение денежных средств в качестве капитала имеет место как со стороны тех же коммерческих организаций, доходы которых временно не находят прибыльного приложения в них самих, так и со стороны населения (частных лиц), которое стремится к тому, чтобы его сбережения (накопления) не обесценивались, а увеличивались.

Источники капитала. С позиций рынка в целом источником образования и увеличения капитала является только процесс его собственного производства. У рынка по определению нет никаких внешних источников капиталов, кроме собственной производительной деятельности, так как, образно выражаясь, за пределами рынка ничего не существует.

Иное дело, если речь идет об отдельном участнике рынка. У него всегда есть два источника увеличения функционирующего капитала — внутренний и внешний: он может или увеличивать капитал самостоятельно, или получить дополнительный капитал от другого участника рынка.

Внутренний источник увеличения капитала — это источник увеличения капитала, образуемый за счет его производительного функ-

ционирования; это чистый доход (прибыль, прибавочная стоимость), созданный капиталом.

Вновь произведенный капитал — это часть созданного чистого дохода, присоединяемая к уже функционирующему капиталу.

Внешний источник увеличения капитала — это источник увеличения функционирующего капитала, состоящий в привлечении капитала к данному участнику рынка от других участников рынка.

Привлеченный капитал — это капитал других участников рынка, функционирующий у данного участника рынка.

Рынок ценных бумаг как внешний источник для привлечения капитала. Выпуск в обращение ценной бумаги представляет собой обмен ценной бумаги на деньги или вещи (имущество). Последние обычно используются для получения прибыли (чистого дохода) эмитентом ценной бумаги. Например, на полученные денежные средства эмитенты покупают средства производства и нанимают работников, которые создают новые товары или оказывают участникам рынка услуги, денежная выручка от продажи которых превышает на величину прибыли вложенные средства (вложенный капитал).

Эмитент всегда является участником рынка, привлекающим капитал от других участников. Рынок ценных бумаг по определению ценной бумаги не представляет собой сферу производства капитала. Его задача состоит в том, чтобы предоставить возможность посредством ценной бумаги получить капитал от других участников рынка, необходимый по размерам и на условиях, устраивающих стороны.

Рынок ценных бумаг — это не единственный внешний источник капитала. Другим таким же важным источником внешнего капитала является кредитный рынок, или рынок банковских (денежных) ссуд, а в еще более общем случае — и ссудный рынок материальных благ, товарных знаков и т.п.

Предприниматель в целях расширения своей коммерческой деятельности может привлечь денежный капитал путем не только эмиссии ценных бумаг, но и привлечения прежде всего банковского кредита. На практике обычно банковские ссуды привлекаются под оборотный капитал, т. е. преимущественно на краткосрочные цели, а выпуск ценных бумаг используется для получения средств под основные средства или на долгосрочные цели.

Рынок ценных бумаг и кредитный рынок одновременно дополняют друг друга и конкурируют между собой.

Взаимное дополнение рассматриваемых рынков вытекает из того, что:

- их экономической основой является один и тот же капитал — ссудный (отчужденный в ссуду) капитал. Однако он не концентрируется только в сфере кредитования или только ценных бумаг, а распределен между ними в весьма подвижных, но всегда имеющих границы. Поэтому использование в качестве денежного капитала и банковских ссуд, и ценных бумаг — неизбежность;
- это есть *разные* внешние источники привлечения капитала по своим экономическим, организационным, правовым, налоговым и другим характеристикам. На рынке все получатели ссудного капитала отличаются между собой в силу самых разнообразных причин — от объективных до субъективных. Поэтому чем больше разнообразие источников получения внешнего капитала, тем лучше для рынка.

Конкуренция рынка ценных бумаг и кредитного рынка состоит в следующем:

- 1) банковские ссуды предоставляются и на длительные сроки, а ценные бумаги могут выпускаться и на короткие сроки. Тем не менее экономические возможности долгосрочного банковского кредитования всегда объективно ограничены той или иной конкретной структурой пассивов банка, которые в большей степени имеют краткосрочный характер, а экономическая целесообразность выпуска ценных бумаг на сравнительно короткие сроки упирается в затраты по их выпуску и временные сроки;
- 2) распределение ресурсов денежного ссудного капитала между банковским сектором и ценными бумагами меняется в зависимости от многих причин, одной из которых является активная политика (мероприятия) самого банковского сектора. Банки ведут активную и целенаправленную работу по повышению своей конкурентоспособности на рынке ссудного капитала. Рынок ценных бумаг не является столь же централизованным и организованным, как кредитный рынок, поэтому нельзя сказать, что его участники (т. е. сам рынок) осуществляют единые действия, нацеленные на повышение его конкурентоспособности по отношению к кредитному рынку;
- 3) у эмитента ценной бумаги при прочих равных условиях всегда есть возможность выбора того, каким способом (или с какого рынка) привлечь денежный капитал, — выпустить ценную бумагу или взять банковскую ссуду. Этот его выбор

определяется наиболее выгодными для него экономическими и иными условиями привлечения капитала.

Кроме внешних источников привлечения капитала, коммерческая организация обычно располагает и своими внутренними (производственными) источниками воспроизводства и увеличения функционирующего капитала, которые ведут свое происхождение от этого последнего. К таким внутренним экономическим источникам простого и расширенного воспроизводства капитала относятся прибыль (чистый доход) и амортизационные отчисления. В среднем доля такого рода внутренних источников в увеличении денежного капитала компании обычно составляет 50% и более, а остальное приходится на долю капитала, привлеченного путем выпуска ценных бумаг и получения банковских или иных ссуд (рис. 1.2).

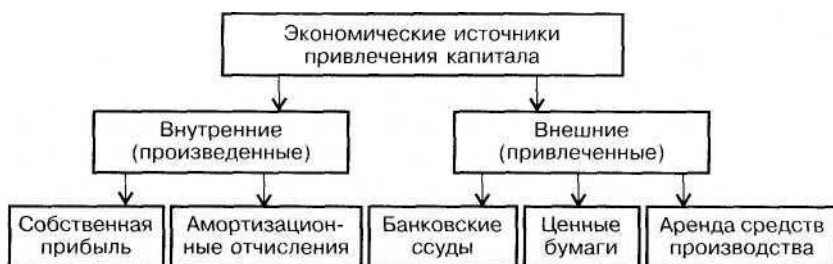


Рис. 1.2. Место рынка ценных бумаг в экономических источниках привлечения капитала

В основе экономической классификации источников привлечения капитала лежит указание на то, где создан этот капитал, — создан ли он в самой коммерческой организации или привлечен ею с рынка, т. е. извне. Привлечение капитала путем выпуска ценной бумаги есть всегда его действительное («физическое») отчуждение от непосредственного владельца (инвестора) в пользу соответствующего эмитента. Такого рода капитал по определению *не может быть создан данным эмитентом*, т. е. самой коммерческой организацией.

Рынок ценных бумаг как источник собственного и заемного капитала. От экономической, или производственной, классификации источников капитала следует отличать их юридическую классификацию на собственный и заемный капитал.

Собственный капитал — это капитал, изначально принадлежащий участнику рынка и возрастающий за счет части его чистого дохода.

Заемный капитал — это капитал, временно принадлежащий участнику рынка и который через установленный период времени должен быть возвращен его собственнику (кредитору).

Привлечение капитала путем эмиссии ценных бумаг может осуществляться на основе использования разных юридических отношений (договоров).

В зависимости от вида договора, лежащего в основе той или иной ценной бумаги, ее рынок может выступать в качестве источника либо собственного, либо заемного капитала.

Если в основе ценной бумаги лежит договор учреждения коммерческой организации (обычно акционерного общества), то такая ценная бумага (акция) становится источником собственного капитала юридического лица.

Если в основе ценной бумаги лежит договор займа, то такая ценная бумага выражает долговые отношения, и потому она становится источником заемного капитала ее эмитента.

Если в основе эмиссии ценных бумаг лежит договор доверительного управления, то капитал, привлекаемый такого рода ценной бумагой (обычно это ценная бумага в форме пая), не подпадает под его деление на собственный и заемный. Это связано с тем, что в соответствии с договором доверительного управления капитал участника рынка не переходит в юридическую собственность ни доверительного управляющего, ни какого-либо другого участника рынка, а потому и не может рассматриваться ни как заемный, ни как изначально принадлежащий доверительному управляющему.

В экономическом смысле рынок ценных бумаг есть источник исключительно внешнего капитала, т. е. капитала, изначально не созданного в коммерческой организации, а привлеченного ею с рынка.

В юридическом смысле рынок ценных бумаг может быть источником как собственного, так и заемного капитала (рис. 1.3), т. е. экономические понятия внутренних и внешних источников капитала заменяются на их юридические эквиваленты, которые имеют чисто практическую (субъективную) значимость. В конце концов для отдельного участника рынка совершенно безразлично, где изначально создан функционирующий у него капитал. Важно лишь то, сколько ему надо вернуть этого капитала другим участникам рынка и сколько после этого капитала останется у него самого. Первое для него есть заемный капитал, а второе — собственный капитал, который никому, кроме самого участника рынка, уже более не принадлежит. Понятие «собственный капитал» означает

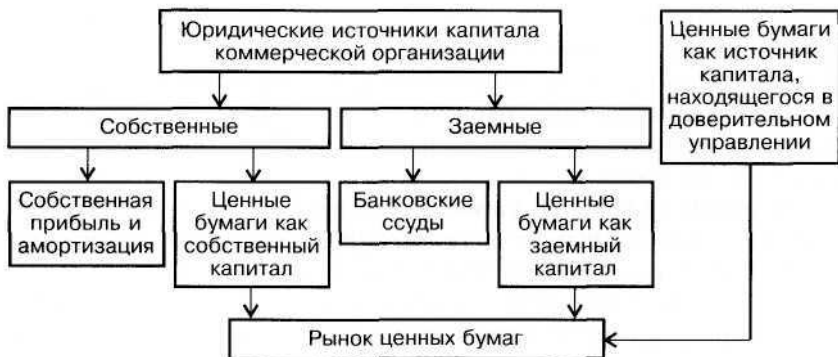


Рис. 1.3. Место рынка ценных бумаг в юридических источниках капитала

капитал, который в полной мере принадлежит коммерческой организации (участнику рынка), а понятие «заемный капитал» — капитал, который лишь временно переходит в юридическую собственность должника, а потому должен быть возвращен кредитору в сроки и на условиях, которые были установлены при передаче капитала в ссуду.

Заемные источники капитала — это всегда одновременно и внешние источники. А вот собственные источники с точки зрения их происхождения могут быть как внутренними, так и внешними. Деление капитала на собственный и заемный маскирует (скрывает) деление его источников на внутренние (произведенные самим участником рынка) и внешние. Внешние источники капитала являются в конечном счете всегда чьими-то внутренними источниками. Увеличение всего общественного капитала есть его увеличение исключительно за счет внутренних источников, или за счет его воспроизводства, но не за счет его перераспределения. Рынок ценных бумаг как источник капитала — это всецело рынок перераспределения капитала, а не его действительный, или материальный, источник увеличения.

Рынок ценных бумаг как объект для инвестирования (вложения капитала). Рынок ценных бумаг есть единство двух сторон: эмитента, который привлекает капитал путем выпуска ценной бумаги, и инвестора, который вкладывает собственный капитал в те или иные ценные бумаги с целью увеличить этот капитал. Для такого инвестора ценная бумага — это всегда капитал, так как он планирует увеличение вложенной в нее денежной суммы.

Однако в отличие от эмитента, у которого по сути очень небольшой выбор в способах привлечения денежного капитала (вы-

пустить ценную бумагу или взять банковскую ссуду), выбор инвестора значительно шире. Свободные денежные средства, которые участник рынка желает употребить в качестве капитала, можно инвестировать в разные рынки: положить на банковский депозит, купить иностранную валюту в расчете на рост ее курса или какой-то бизнес, или ценные бумаги, или недвижимость, антиквариат и т.п.

Со всеми другими рынками подобного рода инвестиций рынок ценных бумаг конкурирует с точки зрения следующих основных критериев:

- **доходности.** Доходность — это ключевой критерий при выборе инвестирования, поскольку прибыль (чистый доход) есть единственная экономическая цель существования капитала. Но доходность в практическом плане не может быть монопольным критерием. Дело в том, что всегда речь идет о валовой доходности, а инвестора, естественно, интересует только чистая доходность, или тот чистый доход, который получит лично он. Валовая доходность обычно превышает чистую на сумму налогов и величину комиссионных расходов;
- **налогообложения.** Уровень налогов часто существенно различается в зависимости от объектов инвестирования, и это влияет на величину чистого дохода инвестора. Уровень того или иного налога имеет значение для принятия инвестиционного решения только в увязке с другими целями инвестора. Бывает, что инвестор в интересах своего общего экономического положения покупает ту или иную ценную бумагу именно по причине необходимого ему уровня или порядка ее налогообложения;
- **риска.** Инвестор обычно отдает свои деньги (капитал) другому участнику рынка, который должен их прибыльно использовать. При этом возникает проблема надежности и сохранности капитала инвестора, выполнения обязательств должника перед инвестором в установленные сроки и в оговоренных размерах, степени влияния инфляции и т.п. Поддавшись на обещания (или рассчитывая на) выплаты (получение) высокого дохода, инвестор может при возникновении для него неблагоприятных обстоятельств не только не получить обещанного дохода, но и потерять часть или всю сумму инвестированного капитала;
- **комиссионных (транзакционных) расходов.** Инвестирование, как в ценные бумаги, так и часто в другие инструменты капитала, связано с оплатой различного рода услуг професси-

- ональных участников рынка. Услуги по купле-продаже ценных бумаг, их учету и хранению и другие являются платными, и расходы на них есть вычет из валового дохода инвестора;
- **качества и количества видов услуг**, предоставляемых клиентам соответствующего рынка. Удобства (услуги), которые предоставляются инвестору на том или ином рынке, приобретают особое значение, когда речь идет о частных инвесторах, т. е. гражданах, желающих употребить свои сбережения в качестве капитала, точнее, приумножить их. Для них покупка ценных бумаг — нечто вроде покупки какой-то полезной вещи, и потому важную роль имеет отношение к частному инвестору как к обычному покупателю, например по типу «покупатель всегда прав». Самые крупные инвестиционные рынки — это рынки, работающие со средствами частных лиц, и рынок ценных бумаг непосредственно относится к категории рынков, нацеленных на работу с данного рода лицами.

Рынок ценных бумаг и финансовый рынок. Капитал обычно подразделяется на капитал, который задействован в предметной коммерческой деятельности, т. е. в производстве тех или иных товаров (вещей или услуг), и на капитал, который существует в качестве инструментов рынка, приносящих чистый доход. Последний принято называть финансовым капиталом, а его рынок — финансовым рынком. Финансовые рынки тоже различаются прежде всего по видам доходного актива. Так, ценной бумаге соответствует рынок ценных бумаг, банковскому депозиту и банковской ссуде — кредитный рынок, валюте как доходному активу — валютный рынок, инструментам страхования — страховой рынок и т.д.

Рынок ценных бумаг представляет собой составную часть совокупного финансового рынка, а не рынка материальных благ. Финансовый рынок позволяет получать чистый доход или увеличивать исходный капитал, минуя материальный процесс производства этого дохода, или процесс производства чистого дохода в виде вещественных благ. Денежный доход должен обмениваться на те или иные полезные для жизни человека материальные блага, или в противном случае он снова должен быть употреблен в качестве **капитала**, а сам по себе он никому не нужен. Финансовый рынок — это употребление чистого дохода в качестве капитала в сфере обращения, а не в сфере производства. Он есть вложение этого дохода в инструменты обращения, а не в материальные средства производства и связанный с ними наем работников.

Рынок ценных бумаг как инструментов капитала является источником чистого дохода и приумножения вложенного в ценную бумагу капитала. Его финансовая природа вытекает из того, что инвестор не принимает никакого трудового (деятельного) участия в создании этого дохода или прироста капитала. Купленная им ценная бумага есть самовозрастающий по отношению к инвестору капитал, почти как «дар божий». Вложив деньги в определенные ценные бумаги, инвестор уверен, что эти деньги, правда, теперь уже в виде особого инструмента рынка — ценных бумаг — принесут ему чистый доход.

Рынок ценных бумаг и фондовый рынок. В практике рынка и в экономической литературе часто понятия «рынок ценных бумаг» и «фондовый рынок» употребляются как синонимы. Такое смешение понятий допустимо и оправдано, поскольку, с одной стороны, фондовый рынок есть самая большая часть рынка ценных бумаг, а с другой — основная часть информации (научной, учебной, практической, нормативной и т.п.) имеет прямое отношение именно к фондовому рынку, а не ко всему рынку ценных бумаг.

Однако отождествление понятия «рынок ценных бумаг» с понятием «фондовый рынок» представляется не во всех случаях оправданным уже хотя бы потому, что существует понятие «вексельный рынок», совершенно отличное от понятия фондового рынка. В сущности, каждая ценная бумага представляет собой отдельный рынок, но на практике это не нашло отражения в виде выработки отдельных названий рынков, поскольку за исключением фондового, вексельного и рынка ипотечных ценных бумаг рынки других ценных бумаг имеют несущественные размеры в смысле объемов торговли, в основном по причине крайне ограниченного их использования в качестве ценных бумаг, приносящих чистый доход, т. е. в качестве капитала.

Однако и понятие фондового рынка не имеет строго закрепленного содержания. Можно указать лишь на следующие более-менее общепризнанные его характеристики:

- фондовый рынок охватывает рынки акций, облигаций и основанных на них вторичных бумаг и производных инструментов;
- понятие «фондовый рынок» близко к понятию «биржевой рынок», поскольку существенная часть сделок с указанными инструментами заключается на фондовой бирже (публичной или электронной). При этом рынок акций преимущественно считается биржевым, а рынок облигаций обычно является небиржевым рынком;

- фондовый рынок есть рынок, на котором сделки заключаются на систематической основе, а не как разовые или случайные сделки;
- фондовый рынок есть рынок по преимуществу сделок купли-продажи, а не любых юридически допустимых сделок;
- фондовый рынок есть рынок ценных бумаг как инструментов увеличения капитала, а не как инструментов его процесса обращения.

Таким образом, когда речь идет о рынке ценных бумаг как о рынке капитала, то в большой степени под ним подразумевается фондовый рынок как рынок самых главных ценных бумаг, приносящих чистый доход. Поэтому данные понятия можно употреблять как синонимы. Но если речь идет обо всех ценных бумагах, независимо оттого, какую роль они выполняют на рынке, то целесообразно эти понятия все же не смешивать.

1.5. Функции рынка ценных бумаг

Рынок ценных бумаг есть рынок вообще и финансовый рынок в частности. Поэтому и все его функции условно могут быть поделены на общерыночные и на специфические.

Общерыночные функции рынка ценных бумаг:

- **коммерческая.** Целью любого рынка является получение прибыли (чистого дохода) или приумножение вложенного в рынок капитала. Инвесторы на рынке ценных бумаг стремятся увеличить свой капитал;
- **оценочная (ценностная, измерительная).** Любой товар на рынке, в том числе и ценная бумага, получает свою собственную рыночную цену;
- **информационная.** Информация о событиях на рынке должна быть выявлена и доведена в установленном порядке до всех его участников;
- **регулирующая.** Рынок действует по вырабатываемым им правилам, которые его участники обязаны соблюдать добровольно или в силу их законодательного закрепления.

Функции рынка ценных бумаг как финансового рынка:

- **перераспределительная.** Посредством финансовых рынков осуществляется перераспределение сбережений или вообще свободных денежных средств из их простых денежных форм в различные формы капитала. Покупка доходной ценной

бумаги означает, что деньги инвестора превратились в капитал;

- **защитная, или антирисковая.** Финансовые рынки предоставляют своим участникам инструменты защиты капитала от тех или иных рисков.

Изучая рынок ценных бумаг, важно не только понимать перечисленные функции и их общий характер, но и во всех этих функциях раскрывать специфику самого рынка ценных бумаг. В кратком виде можно указать на следующие наиболее очевидные стороны такой специфики.

Специфика коммерческой функции рынка ценных бумаг состоит в том, что процесс их обращения вызывает к жизни существование многочисленного слоя участников рынка, называемых спекулянтами, которые стремятся получить по ценной бумаге не тот доход, который устанавливает ее эмитент, а доход от колебаний ее рыночной цены. Спекулянт — это тот же инвестор как участник рынка, но нацеленный на получение дохода от ценной бумаги в виде устраивающей его разницы в ее ценах. В настоящее время термин «спекулянт» в практике рынка по понятным причинам обычно заменяется более благозвучным термином «трейдер» (торговец).

Специфика оценочной функции рынка ценных бумаг состоит в том, что цена ценной бумаги есть денежная оценка представляемого ею капитала, так как после обмена ее на деньги инвестора никакой другой стоимости у нее не появляется. У капитала имеется только одна цель — безграничное возрастание, а потому и общая оценка (цена) ценной бумаги в качестве оценки капитала обычно имеет тенденцию к росту.

Специфика информационной функции на рынке ценных бумаг состоит в установлении требуемого баланса между открытостью и закрытостью информации об участниках данного рынка. Открытость информации необходима для процесса рыночного ценообразования или для текущей оценки представляемого ценной бумагой капитала. Закрытость информации есть одно из неизменных условий конкуренции на рынке. «Утечка» важной информации может ослабить позиции компании на рынке, снизить ее прибыли и, соответственно, цену ее ценных бумаг.

Специфика регулирующей функции на рынке ценных бумаг находит свое выражение в ее нацеленности не просто на соблюдение тех или иных правил работы на рынке. Она состоит в стремлении всех регуляторов рынка обеспечивать, поддерживать и укреплять доверие рядовых инвесторов, всех частных лиц к справедливости и обоснованности цен и прибылей на рынке ценных бумаг.

Специфика перераспределительной функции рынка ценных бумаг кроется в том, что обмен денег на ценную бумагу при ее выпуске в обращение может означать максимально короткий путь превращения свободных денежных средств в функционирующий капитал. Однако обращение ценных бумаг между инвесторами может вообще не иметь никакого отношения к реальным инвестициям, поскольку денежные средства в этом случае используются только для покупки ценных бумаг, а не для покупки материальных ресурсов и наема рабочей силы. Такое обращение есть процесс перераспределения капитала между инвесторами без какой-либо видимой пользы для роста экономики.

Специфика защитной, или антирисковой, функции рынка ценных бу./иаг состоит в том, что инвестирование свободных накоплений в ценные бумаги позволяет в основном защитить их от инфляции. Другая сторона этой же функции коренится в огромном количестве выпускаемых ценных бумаг одного и того же вида разными эмитентами. Это позволяет защищать капитал инвестора путем его распределения между различными видами ценных бумаг и ценными бумагами разных эмитентов. Способ защиты капитала путем его правильного распределения между разными ценными бумагами, включая и иные возможные его вложения в другие инструменты, называется *диверсификацией*.

1.6. Участники рынка ценных бумаг

В широком понимании к участникам рынка ценных бумаг относятся его непосредственные участники, а также государственные и общественные органы его регулирования и контроля.

Непосредственные участники рынка ценных бумаг (рис. 1.4) подразделяются на:

- межрыночные;
- внутрирыночные.

Межрыночные участники — это лица, которые принимают участие в работе или обслуживают работу сразу нескольких рынков, включая и рынок ценных бумаг. К таким лицам обычно относятся различные группы инвесторов, которые одновременно вкладывают свои средства не только в ценные бумаги, но и в другие капитальные (доходные) активы, например: валюта, недвижимость и т.п. К межрыночным участникам также относятся информационные, консультационные, рейтинговые агентства и другие профес-

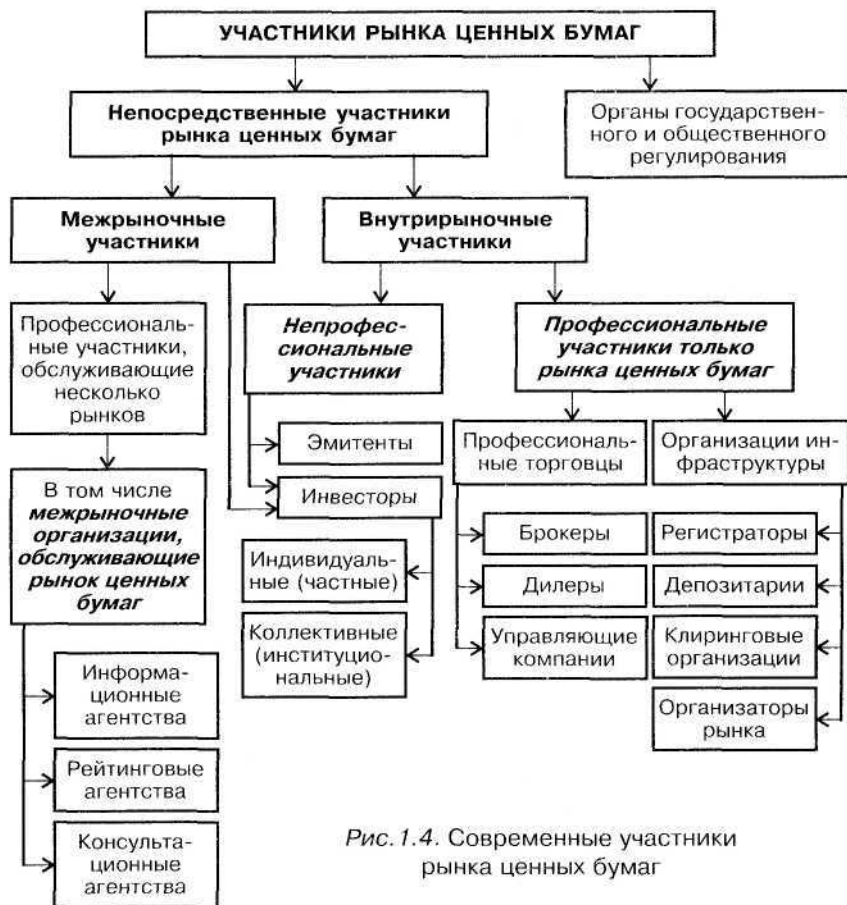


Рис. 1.4. Современные участники рынка ценных бумаг

сионалы, оказывающие необходимые услуги участникам сразу многих рынков.

Внутрирыночные участники — это лица, которые работают в основном (преимущественно) или исключительно на рынке ценных бумаг. Их принято делить на:

- непрофессиональных участников рынка;
- профессиональных участников рынка.

Непрофессиональные участники рынка — это эмитенты и любые инвесторы, работающие на рынке ценных бумаг. К ним относятся как те, которые разместили большую часть своих капиталов среди ценных бумаг, так и те, которые вложили лишь небольшую долю своих средств в ценные бумаги.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг — это лица, которые осуществляют профессиональные виды деятельности на данном рынке. Профессиональные участники имеют право работать на данном рынке только при наличии специальной лицензии (разрешения) на осуществление определенного вида профессиональных услуг на данном рынке.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг условно могут быть поделены на:

- профессиональных торговцев;
- организации инфраструктуры.

Профессиональные торговцы оказывают услуги по заключению сделок купли-продажи на рынке ценных бумаг. Это брокеры, дилеры и управляющие компании.

Организации инфраструктуры — это такие профессиональные участники, которые обслуживают процесс заключения и исполнения рыночных сделок с ценными бумагами или вообще обслуживают любые процессы смены собственности на ценные бумаги. К ним относятся фондовые биржи, включая других организаторов рынка, регистраторы, депозитарии и клиринговые (расчетные) центры.

Предварительное краткое понимание существа деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг состоит в следующем:

- **брокеры** на рынке ценных бумаг — это организации, которые заключают сделки по купле-продаже ценных бумаг для своих клиентов за счет самих клиентов;
- **дилеры** на рынке ценных бумаг — это организации, которые продают и покупают ценные бумаги от своего имени и за свой счет на основе объявленных ими цен;
- **управляющие компании** — это организации, осуществляющие доверительное управление ценными бумагами и вкладываемых в них денежных средств клиентов;
- **регистраторы** — это организации, задачей которых является ведение списков (реестров) владельцев ценных бумаг;
- **депозитарии** — это организации, которые должны осуществлять хранение и/или учет ценных бумаг участников рынка;
- **клиринговые организации** — это организации, осуществляющие расчетное обслуживание участников рынка ценных бумаг;
- **организаторы рынка**, в том числе фондовая биржа, — это организации, которые способствуют (создают необходимые условия) заключению сделок на рынке ценных бумаг.

Таким образом, всего на российском рынке ценных бумаг имеется семь видов профессиональной деятельности, но число самих профессиональных участников рынка измеряется сотнями организаций. Профессиональные участники рынка обеспечивают его бесперебойное функционирование и процесс его дальнейшего совершенствования и развития.

Появление на рынке ценных бумаг различного рода профессиональных организаций — это результат действия всеобщего закона повышения производительности человеческого труда, основой которого, является, с одной стороны, процесс разделения труда, что и прослеживается в росте числа профессиональных участников рынка, а с другой — процесс применения все более совершенных «орудий» труда на рынке ценных бумаг, к которым, без сомнения, следует отнести процессы компьютеризации и развития средств связи.

Более подробно о деятельности всех перечисленных профессиональных участников рынка речь будет идти в гл. 5.

Контрольные вопросы

1. Что такое рынок ценных бумаг?
2. Чем отличаются одни участники рынка ценных бумаг от других?
3. Можно ли отождествлять эмитента с продавцом ценной бумаги, а инвестора — с ее покупателем?
4. Первичный и вторичный рынки ценных бумаг являются разными стадиями процесса производства и обращения стоимости или разными стадиями процесса обращения?
5. В чем состоят отличия ценной бумаги как товара от вещественного товара?
6. Каким образом рынок ценных бумаг связан с рынком капитала?
7. Является ли ценная бумага источником собственного или заемного капитала?
8. Имеется ли различие между рынком ценных бумаг и фондовым рынком?
9. В чем состоит специфика функций рынка ценных бумаг?
10. Чем отличаются профессиональные участники рынка от непрофессиональных?

Глава 2. ЦЕННАЯ БУМАГА И ЕЕ КЛАССИФИКАЦИИ

2.1. Понятие ценной бумаги

2.1.1. Ценная бумага как юридическая вещь

Юридическое определение ценной бумаги. Гражданский кодекс Российской Федерации (ГК РФ) в ст. 142 определяет, что ценной бумагой является документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление и передача которых возможны только при его предъявлении.

В этой же статье фиксируется, что, кроме документарной формы удостоверения прав по ценной бумаге, и предусмотренном законом порядке их удостоверение возможно и путем закрепления этих прав в специальном реестре (обычном или компьютеризированном) (рис. 2.1). Такая форма фиксации прав по ценной бумаге называется бездокументарной формой, а сама ценная бумага в этом случае — «бездокументарной» ценной бумагой (ст. 149 I К РФ).

Юридические формы существования ценной бумаги

i	
Документарная ценная бумага , или ценная бумага как документ	Бездокументарная ценная бумага , или ценная бумага как фиксация имущественных прав в реестре

РИС. 2. 1. Юридические формы существования ценной бумаги

В современном рыночном хозяйстве преимущественной формой существования ценной бумаги является ее бездокументарная форма. Первоначально, или исторически, ценная бумага существовала только в форме документа (бумажного бланка). Но ситуация резко изменилась в последние три-четыре десятилетия с наступлением эпохи компьютеризации рынка ценных бумаг.

С одной стороны, мощное развитие рынка привело к тому, что число обращающихся на нем ценных бумаг стало исчисляться сотнями миллионов штук. Выпускать в обращение такое огромное количество ценных бумаг в документарной (в бумажной) форме стало просто **нерационально**, по меньшей мере, в силу следующих причин:

- **вещная форма существования ценной бумаги требует больших затрат, чем ее бездокументарная форма.** С ростом количества выпускаемых в обращение ценных бумаг еще быстрее возрастают затраты на производство бумажных бланков (сертификатов), их хранение, обслуживание, перерегистрацию с одного владельца на другого и т.п. «Количество начинает переходить в качество», т. е. в данном случае рост затрат на бланки ценных бумаг мог стать тормозом для выпуска самих ценных бумаг;
- **вещная форма существования ценной бумаги становится сдерживающей преградой для процесса ее обращения.** Время, необходимое на перерегистрацию прав собственности на документарную ценную бумагу на ее вторичном рынке, просто невозможно никак сократить, и этот процесс становится сдерживающим фактором для ускорения ее оборачиваемости. Документарный (вещественный) характер ценной бумаги не позволяет организовать спекулятивную торговлю ценными бумагами в сколько-нибудь крупных масштабах;
- **ненужность документарной формы ценной бумаги.** Спозиций спекулятивной торговли ценными бумагами становится ненужной любая вещественная форма ценной бумаги. Очевидно, что процедура переоформления собственности на покупаемую, а затем снова продаваемую ценную бумагу совершенно бессмысленна. Спекулянту абсолютно не нужна ценная бумага как таковая, ему нужна только разница в ее ценах. Стоимостное бытие (существование) ценной бумаги в данном случае полностью вытесняет ее «бумажное» бытие (существование).

С другой стороны, как раз в 1970-е гг. началось бурное развитие электронной техники, что позволило создать совершенные электронные (компьютерные) системы учета владельцев ценных бумаг, обеспечившие в полной мере замену их выпуска в документарной форме на гораздо более дешевый способ компьютерного учета. Компьютеризация учета ценных бумаг не привела к потере ни чувства (ощущения) собственности на них, ни восприятия их в качестве ценных бумаг. Субъективно участники рынка приспособо-

бились к бездокументарной форме ценной бумаги ничуть не хуже, чем 200—300 лет назад, когда произошло восприятие тогдашних ценных бумаг в виде бумажных записей («документов») об имущественных правах в качестве обычных рыночных вещей, или обычных товаров. Как всегда происходит в истории, если возникла действительная потребность в чем-то, значит, одновременно с ней появляются и средства (способы, пути) удовлетворения этой потребности. Потребность в бездокументарной форме существования ценной бумаги была реализована благодаря компьютеризации процесса ее регистрации (учета).

В приведенном юридическом определении ценной бумаги упор делается на ее документарную форму. Возможность ее существования в бездокументарной форме четко указывает на то, что главным в ценной бумаге является все-таки ее юридическое содержание, а не просто конкретная форма его фиксации. Поэтому юридическое определение ценной бумаги представляет собой единство ее конкретной юридической формы и тех имущественных прав, которые фиксируются этой формой (рис. 2.2).



Рис. 2.2. Составные части ценной бумаги как юридической категории

Законодательная сущность ценной бумаги. С одной стороны, ценная бумага есть далеко не единственный юридически значимый носитель имущественных прав участников рынка. Например, в любом двустороннем договоре всегда имеет место фиксация имущественных прав его сторон. Имущественные права могут быть зафиксированы еще и путем выдачи долговой расписки, составления **завещания** и т.д.

С другой стороны, далеко не все имущественные права существуют в форме ценной бумаги. Можно даже утверждать, что в силу небольшого числа видов ценных бумаг подавляющее большинство видов имущественных прав не имеет никакого отношения к ценным бумагам.

В ст. 143 ГК РФ записано, что отнесение тех или иных документов к разряду ценных бумаг определяется законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке, а ст. 144 гласит, что виды прав, удостоверяемых ценными бумагами, тоже определяются законом. Из этого следует, что юридический статус ценной бумаги есть исключительно дело закона. Нечто становится ценной бумагой не потому, что оно, например, соответствует приведенному ранее юридическому определению ценной бумаги, а потому, что так велит закон или так установлено по закону.

Ценная бумага как юридическая (абстрактная) вещь. В свете сказанного можно было бы утверждать, что юридическая суть ценной бумаги состоит в том, что ее статус устанавливается законом. Однако следует помнить, что присвоение чему-то статуса ценной бумаги имеет важное следствие, а именно: ценная бумага есть то, что юридически приравнивается к обычной вещи.

В ст. 128 ГК РФ устанавливается, что «к объектам гражданских прав относятся вещи, включая деньги и ценные бумаги...». Так, ценная бумага есть вещь, но не обычная материальная вещь, а юридическая, или абстрактная, вещь.

В понятийном плане ценная бумага — это такая же юридическая абстракция, как и, например, организация, которая обычно объединяет ряд лиц и называется юридическим лицом. Действительному лицу (человеку) противостоит юридическое лицо, т. е. абстрактное лицо. Действительной вещи, т. е. материальной (природной) субстанции, противостоит юридическая вещь в виде ценной бумаги.

Ценная бумага и деньги. Юридические вещи могут быть двух видов — современные деньги и ценные бумаги (ст. 128).

Общее между ценной бумагой и современными деньгами, как двумя видами вещей, состоит в том, что оба эти вида:

- *есть юридические, т. е. совершенно абстрактные вещи;* они не являются результатами человеческого труда или процесса материального производства;
- *могут существовать только в двух формах* — наличной, или документарной, и безналичной, или бездокументарной;
- *существуют только по закону,* а не по желанию отдельных участников рынка.

Различия между ними состоят в следующем:

- *в различной юридической основе.* В юридическом плане деньги есть законное платежное средство, а ценные бумаги — по определению имущественное право. Платежное средство —

это всегда **имущественное** право, но **имущественное** право не **всегда** является платежным средством;

- *в виде эмитента.* Деньги **выпускаются только** государством (обычно центральным банком страны), а ценные бумаги могут выпускаться практически всеми участниками рынка;
- *(субординации.* Деньги есть более «первичная*» вещь по сравнению с пенной бумагой, так как их, как правило, **ничто** не может **заменить**, а пенная **бумага** при **необходимости** может быть заменена иной **формой** связи между участниками рынка;
- *в экономической основе.* Современные («юридические») деньги есть заместитель действительных (золотых) денег. Ценные бумаги могут замещать любые формы существования **стоимости**.

Если логически подойти к юридическому приравнению пенной бумаги к **вещи**, **то** поскольку в число **последних** включаются и деньги, постольку можно говорить и о возможности приравнивания пенных бумаг к **деньгам**. На практике **это** выражается в том, что некоторые **виды** ценных бумаг (чек, вексель) вполне заменяют **деньги** в обращении, являются таким же средством платежа, как и деньги.

Итак, посвосму юридическому содержанию ценная **бумага есть** имущественное право. Но это такое особое имущественное право, которое в юридическом смысле приравнено к вещи. В результате юридическая сущность ценной бумаги имеет двойственный характер (рис. 2.3): ценная бумага есть одновременно и **имущественное** право, и вещь. Или, выражаясь иначе, можно сказать, что *ценная бумага есть имущественное право как вещь, или вещь, но лишь в качестве имущественного права.*



РИС. 2.3. Юридическая сущность ценной бумаги

Другие юридические характеристики ценной бумаги. **Двойственный** характер **сущности** ценной бумаги проявляется и во всех других ее юридических аспектах. В частности, можно **отметить** следующие важные противоречивые аспекты юридической сущности ценной бумаги:

- она есть одновременно и договор, и предмет договора;
- имущественные права по ней и передаются, и переуступаются;
- ее вещественный характер проявляется и в форме, и в содержании;
- она несет в себе признаки и движимого, и недвижимого имущества и др.

Ценная бумага как договор и как предмет договора. Как имущественное право ценная бумага имеет прямое отношение к заключаемым на рынке договорам. Имущественному праву всегда противостоит имущественное обязательство, и их единство есть не что иное, как договор. Это, в частности, находит **свое** выражение в том, что в положении о соответствующем договоре прямо записывается или это следует из его общего контекста, что он в ряде случаев может быть заключен путем выпуска определенного вида ценной бумаги. Например, в ст. 816 ГК РФ устанавливается, что договор займа может быть заключен путем выпуска и продажи такого вида ценной бумаги, как облигация.

Как вещь, ценная бумага может быть предметом любого вида рыночного соглашения. В данном случае договор заключается уже по поводу самой ценной бумаги, или можно сказать, что заключается договор по поводу другого договора. По поводу ценной бумаги чаще всего заключаются договоры купли-продажи, но она может быть предметом и любых других договоров: залога, кредитования, дарения, наследования и т.п. Все, что подвластно вещи, подвластно и **ценной** бумаге.

Переход собственности на ценную бумагу как передача прав и как передача ценной бумаги. Ценная бумага есть и право, и вещь, а потому каждый новый владелец получает ее в том же самом качестве, в каком она была у предыдущего владельца. Например, продавец продает ценную бумагу как обычную вещь по какой-то рыночной цене. Покупатель получает эту вещь, а вместе с тем он получает и имущественные права, которые с ней неразрывно связаны, но вовсе не заключены в ней, поскольку юридическая вещь не есть их вещественный носитель по определению абстрактности.

Передача (отчуждение) ценной бумаги становится возможной только потому, что она юридически представляет собой вещь, т. е. то, что существует вне человека и может передаваться от одного лица к другому. Но, передавая ценную бумагу как вещь, участник рынка неизбежно одновременно передает и фиксируемые ею имущественные права.

Ценная бумага как материальная вещь и как юридическая вещь.
Не следует смешивать понятия ценной бумаги как вещи в виде юридического документа и как юридической (абстрактной) вещи самой по себе.

Юридический документ — это всегда материальная вещь (например, заполненный текст лист бумаги), но он всегда есть лишь форма фиксации какого-то рыночного отношения. Рыночная ценность юридического документа заключается **в том**, какое отношение в нем фиксируется, а не в том, что он представляет собой по вещественному виду. Ценная бумага «ценна» своим содержанием, а не ее документарной формой. Собственно, это положение и подтверждается возможностью ее существования в бездокументарной форме. Документ или электронная запись есть просто разные виды материальных носителей имущественного права, из которых документ субъективно выглядит намного более материально, чем любая запись.

На самом деле для ценной бумаги важно лишь то, что именно имущественное право принимает видимость вещи, приравнивается к вещи, есть абстрактная вещь, но при этом оно само не является материальной вещью ни в каком виде и ни с какой стороны.

Главное в понимании юридической сущности ценной бумаги состоит в том, что ***истинной вещью в ценной бумаге является не ее документарная (или электронная) форма, а само имущественное право***, хотя внешне все выглядит как раз наоборот. Кажется, что ценная бумага есть вещь, так как она имеет документарную форму. На самом деле юридической вещью в ней является выражаемое ею имущественное право, ***но только в том случае, когда это качество присуще ему по закону***, а не потому, что имеет место какое-то имущественное право само по себе.

Ценная бумага как движимое имущество. В соответствии со ст. 130 ГК РФ ценная бумага признается движимым имуществом. Недвижимое имущество по своей природной сущности есть вещи, прочно связанные с землей (а также с водной или воздушной средой). В юридическом плане недвижимые вещи (недвижимость) — это вещи, права собственности на которые подлежат государственной регистрации в государственном реестре.

Отнесение ценной бумаги к движимому имуществу автоматически означает, что права собственности на нее не требуют государственной регистрации. Однако на практике существование ценной бумаги связано с разными формами ее регистрации, т. е. персонализированного учета. Ценная бумага обязательно регистрируется:

- 1) эмитентом, который ее выпустил;

2) государством в двух случаях:

- когда эмитентом является само государство;
- когда это положено по закону (эмиссионные ценные бумаги).

Формально в обоих случаях речь идет о государственной регистрации ценной бумаги, наподобие государственной регистрации недвижимости;

3) уполномоченным на то профессиональным участником рынка (регистратором, депозитарием).

Следовательно, на практике ценная бумага есть регистрируемое имущество, а потому она удовлетворяет и признаку недвижимой вещи. Такое противоречие является опять следствием двойственности юридической сущности ценной бумаги. Как юридическая вещь, ценная бумага — это движимое имущество, поскольку никак *не связана с землей*, ибо она представляет собой абстрактную вещь. Как имущественное право, ценная бумага всегда имеет *неразрывную связь* со своим владельцем и со своим эмитентом, а неразрывность связи со своим основанием есть признак недвижимости.

В результате можно утверждать, что ценная бумага безразлична к делению вещей на движимые и недвижимые вещи уже потому, что она есть не действительная вещь, а абстрактная вещь, поэтому ее можно отнести клюбому виду действительных вещей. Поскольку исторически ценная бумага имела форму документа, то естественно, что ее логично было в юридическом плане отнести к разряду движимых вещей. Бездокументарная форма ценной бумаги делает ее как бы ближе к разряду недвижимого, а точнее — регистрируемого, имущества.

Рассмотренная двойственная юридическая природа ценной бумаги обобщенно представлена на рис. 2.4.

При необходимости подобного рода двойственность юридической сущности ценной бумаги, т. е. ее одновременное существование в качестве имущественного права и юридической вещи, может быть прослежена и в других ее юридических аспектах.

2.1.2. Ценная бумага как фиктивная форма стоимости

Ссудное отношение как основа эмиссионного отношения. В основе ценной бумаги лежит отношение между ее эмитентом и инвестором, или эмиссионное отношение. В свою очередь, эмиссионное отношение есть ссудное отношение, но лишь выражаемое (фиксируемое) специальным инструментом рынка — ценной бумагой.

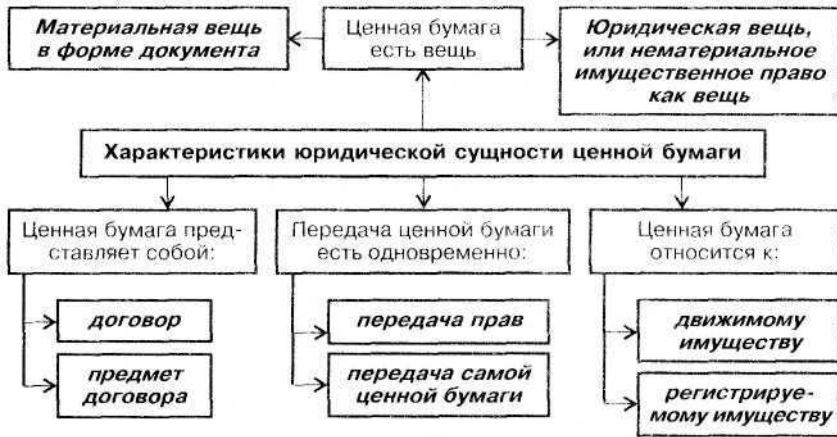


Рис. 2.4. Двойственный характер юридической сущности ценной бумаги

Внешне-ссудное отношение — это такое отношение, в котором **потребительная стоимость** в виде товара или денег временно (неокончательно) отчуждается от одного участника рынка (кредитора) к другому участнику рынка (должнику). Временно отчуждаемый товар или деньги обычно называют ссудой (товарной или денежной).

В ссудном отношении отчуждается не только потребительная стоимость в чистом ее виде, но и стоимость, так как речь идет об отчуждении товара или денег либо самих по себе, либо в качестве капитала. В результате процесс отчуждения сопровождается возникновением между кредитором и должником соответствующего стоимостного отношения.

Отличие ссудного отношения от товарно-денежного отношения. Отношение обмена может быть отношением обмена товара на товар или обмена товара на деньги. В обоих случаях обмениваемый на деньги (или на другой товар) товар:

- окончательно **отчуждается** от своего владельца, потому что больше он к нему уже **не** вернется, так какой ему и **не** нужен;
- отчуждается только в качестве потребительной стоимости, поскольку в силу эквивалентности **товарного** обмена полученный в его результате **новый** товар или **деньги** представляют собой то же самое количество **стоимости**, что и отчужденный товар. Физически имеет место обмен разных **потребительных стоимостей** как равных стоимостей, и потому

можно утверждать, что никакого действительного отчуждения стоимости вообще не происходит.

Сущность отношения обмена — это отчуждение потребительской стоимости в обмен на другую потребительскую стоимость при неотчуждении стоимости вообще.

Иное дело —ссудное отношение. Оно есть прямая противоположность товарному (товарно-денежному) обмену, так как в этом случае:

- отчуждаемый товар (или деньги) обязательно вернется кредитору. Иначе говоря, в ссудном отношении имеет место возврат той же самой потребительской стоимости, какая была передана должнику. В этом состоит видимый признак ссуды. Если бы возвращаемая потребительская стоимость была бы другой, то по определению имело бы место отношение обмена, а не ссудное отношение. Так, если отчуждался какой-то конкретный товар (например, арендовалось оборудование), то он и будет возвращен кредитору; если отчуждались деньги (например, в виде денежной ссуды), то деньги и будут возвращаться кредитору;
- кредитор в виде отчужденного товара (денег) одновременно передает должнику, естественно, и какое-то количество стоимости. В этом состоит второе, так сказать, скрытое отличие ссудного отношения от отношения обмена. В отношении обмена стоимость не отчуждается, а в ссудном отношении — отчуждается самым непосредственным образом. Потребительская стоимость отчуждается от своего владельца и в отношении обмена, и в ссудном отношении (хотя только на какое-то время), а вот стоимость действительно («по настоящему») отчуждается только в ссудном отношении. Поэтому главной отличительной чертой ссуды является то, что в форме ссуды отчуждается именно стоимость, а не просто потребительская стоимость;
- при возврате ссуды, в отличие от отношения обмена, вернуться может любое количество стоимости. Признаком ссудного отношения является возврат той же потребительской стоимости, но вовсе не возврат той же отчужденной стоимости. Здесь отсутствует обязательное требование возврата стоимости в количестве, равном отчужденной стоимости, хотя и возвращается та же самая потребительская стоимость. В теоретическом плане количественное равенство «возвращаемой» и «отчуждаемой» стоимости есть опять-таки признак отношения товарного обмена, но не признак ссудного отношения. В общеэкономическом плане отчуждение определенного

количества стоимости кредитором всегда связано с возрастанием этого ее количества у должника. На практике, конечно, возможна и обратная ситуация, но тогда имеет место утрата (потеря) части совокупной общественной стоимости, а потому такое изменение стоимости в результате ее отчуждения не может быть законом развития рынка.

Сущность ссудного отношения — это отчуждение стоимости без какого-либо стоимостного эквивалента. Движение потребительской стоимости в ссудном отношении лишь опосредует данное отчуждение стоимости или является формой, в которой это отчуждение происходит.

Ссуда как экономическая категория — это единство (сочетание) временного отчуждения потребительской стоимости и окончательного отчуждения стоимости.

Внешнее, или формальное, определение ссудного отношения как отчуждения потребительской стоимости с последующим ее обязательным возвратом есть определение данного отношения по его началу и по его концу (завершению). Но то, что представляет собой ссудное отношение на самом деле, как отношение возрастания отчужденной стоимости, продолжающееся **во** времени, т. е. именно **как отношение**, остается скрытым от непосредственного восприятия **в данном** определении.

Подытоживая, можно сказать, что торговля (обмен) есть отчуждение потребительской стоимости при неотчуждении стоимости. Ссуда есть отчуждение стоимости с одновременным отчуждением потребительской стоимости на срок (временно). А так называемый рынок производных финансовых инструментов (см.: гл. 3) представляет собой отчуждение стоимости без отчуждения потребительской стоимости. Для наглядности различия между этими рынками можно свести в табл. 2.1, в которой видна логика современных рынков.

Рынок есть всегда отношения по поводу отчуждения стоимости, независимо от того, происходит или не происходит при этом действительное отчуждение потребительской стоимости.

Специфика отчуждения стоимости в ссудном отношении. В ссудном отношении отчуждение стоимости всегда:

- **сопровождается возникновением нового стоимостного отношения** между кредитором и должником, которое и составляет истинное содержание этого ссудного отношения, внешне скрытого **за** временным отчуждением потребительской стоимости. Ссужаемая стоимость отчуждается на условиях, при которых она обязательно подвергается воздействию со сто-

Таблица 2.1

Сравнительные характеристики существующих типов рынков

Тип рыночных отношений (рынка)	Потребительная стоимость	Стоимость
Отношения обмена товара на товар или на деньги (товарный рынок)	Отчуждается (окончательно)	Неотчуждается (поскольку имеет место отчуждение стоимости в обмен на равную ей стоимость)
Ссудные отношения (ссудный рынок)	Отчуждается (временно)	Отчуждается
Отношения разниц в ценах (рынок производных финансовых инструментов)	Не отчуждается	Отчуждается
Рыночные отношения отсутствуют (рынок отсутствует)	Не отчуждается	Не отчуждается

роны должника, однако в интересах не только его самого, но и кредитора, так как в противном случае само ее отчуждение было бы рыночной бессмыслицей;

- **возрастает.** Если рассматривать ссудное отношение как общественный экономический процесс в целом (а не по отношению к тому или иному конкретному, отдельному рыночному отношению), то отчуждение стоимости может иметь своей единственной целью только ее возрастание в результате такого отчуждения. Если бы отчужденная и вернувшаяся стоимость совпадали бы, то такое отчуждение не имело бы экономического смысла в качестве ссудного отношения. Если бы в ссудном отношении возвращалась меньшая стоимость, чем отчуждалась, то это означало бы потерю стоимости, что в нормальном случае совершенно недопустимо.

Формы возрастания стоимости в ссудном отношении. Что касается процесса увеличения и связанного с ним присвоения прироста отчужденной стоимости, который есть в ссудном отношении, то внешне возможны две ситуации:

1) ссудное отношение имеет форму услуги должника. Должник по поручению кредитора осуществляет какие-то полезные действия с отчужденной ему потребительской стоимостью, т. е. оказывает услуги, например, по хранению, транспортировке, управлению, расчетам и т.п. В этом случае кредитор должен оплатить (оплачивать) услуги должника, например, ког-

да будет **получать обратно ранее отчужденную им потребительную стоимость** (товар, деньги) иди в иные сроки, установленные ссудным **отношением**. Стоимость ссуды **возрастает i за счет** оплаты усвиу должника:

2) ссудное отношение имеет форму услуги кредитора. Должник осуществляет действия с отчужденной ему **потребительной стоимостью** в **своих** собственных интересах **извлечения** чистого дохода. В этом случае, наоборот, **уже должник должен** выплатить часть **полученного чистого дохода** в качестве платы или интереса кредитору **за его услугу**, иначе **последний не** передаст (не отдаст) ему свой капп гад (стоимость) в виде денег или **товаров для производительного испольювания**. Эта выплата может производиться **единовременно или по частям**, она может быть ограничена какими-то **временными рамками**, а может осуществляться «вечно», т. е. **без установления конкретных временных сроков окончания выплат**, как, например, в случае вечной ренты, и т. д. Способов вышки и части **чистого дохода** кредитору **может быть огромное множество**, и в **зависимости от** них в конечном счете и **различаются** все **виды** подобного рода ссудных отношений. Стоимость ссуды **возрастает за счет** оплаты и услуг кредитора.

На самом деле в ссудном отношении **стоимость** отчуждается, естественно, не в форме **услуги**, в виде **которой** она не может существовать **из-за невещественной природы последней**, а в форме **вещественной** потребите;]ьной стой мости, **так как о гчуждаться** может только то, что существует вне участника **рынка, т. е. вещественный** товар или деньги сами по себе или в качестве капитала. **И Ю-этому могут** иметь место четыре экономические формы **ссудного** отношения:

- **простое товарное ссудное отношение** В этом случае **кредитор** отчуждает свою стоимость в форме товара, по не в качестве капитала, т. с. не с **целью** получения **чистого дохода** от пего. Это имеет место при хранении товара иди его **транспортировке** «должником». **Стоимость** товара в этом случае **возрастает** на величину соответствующих стоимостных **затрат участника** рынка, который храни г иди **перевози!** отчужденный ему **товар, но** это возрастание стоимости **ссуды не является чистым** доходом для **кредитора;**
- **простое денежное ссудное отношение.** В этом случае **кредитор** отчуждает свою стоимость в качестве денег как платежно-расчетного средства без пели получения **чистого дохода от такого отчуждения.** Такого рода **ссудные** отношения име-

ют место при отношениях, связанных с денежными расчетами. Общая стоимость, находящаяся в расчетах у должника, возрастает за счет оплаты его расчетных услуг и за счет употребления этой стоимости должником в качестве денежной ссуды в ссудном отношении с другими участниками рынка;

- **капиталистическое товарное ссудное отношение.** В данном случае кредитор отчуждает свою стоимость в товарной форме, но сразу в качестве капитала, т. е. с целью получения чистого дохода. Такого рода ссудные отношения возникают в виде отношений аренды оборудования, земли, помещений. Кредитор получает чистый доход в форме арендной платы, в стоимости которой дополнительно обязательно учитываются возвращаемые ему амортизационные отчисления, которые возникают в процессе перенесения стоимости средств труда на вновь создаваемый товар;
- **капиталистическое денежное ссудное отношение.** В этом случае кредитор отчуждает свою стоимость в денежной форме, т. е. в виде определенной денежной суммы. Деньги отдаются с целью их возрастания или получения чистого дохода в какой-либо рыночной форме. На практике это есть отношения займа (кредитования), доверительного управления и объединения капиталов. Сюда же следует отнести и залоговые отношения, т. е. отношения, связанные отчуждением товаров в качестве залога (в том числе ипотеки) для получения денежной ссуды. Кредитором в отношении залога является участник рынка, выдающий денежную ссуду, а не лицо, которое временно отчуждает товар в качестве залога, в результате чего и возникает видимость ссужения залога. Залогодатель не отчуждает свою стоимость окончательно, а наоборот, получает стоимость в виде денежной ссуды. В отношении залога стоимость, подлежащая функционированию, отчуждается получателем залога, который сам хоть и отчуждает свой залог, но совсем не в качестве стоимости, которая должна обязательно возрасти.

Эмиссионное отношение как форма ссудного отношения. *Эмиссионное отношение* — это ссудное отношение, зафиксированное посредством ценной бумаги, выдаваемой должником как получателем ссуды кредитору как ее поставщику. Получатель ссуды в эмиссионном отношении, или должник, есть эмитент, а поставщик ссуды в эмиссионном отношении, или кредитор, — инвестор.

Специфика эмиссионного отношения как разновидности ссудного отношения. Эмиссионное отношение имеет свои специфические

формальную и содержательную стороны, связанные с его фиксацией в виде ценной бумаги.

Специфика эмиссионного отношения вытекает из того, что оно:

- представляет собой ссудное отношение, фиксируемое в форме ценной бумаги;
- неразрывно связано с инвестиционным отношением и вообще не существует в отрыве от последнего.

Выражаясь иначе, можно сказать, что эмиссионное отношение есть такое ссудное отношение, которое существует только в форме товара.

Формальное отличие эмиссионного отношения от других видов ссудных отношений. Это отличие сводится просто к тому, что ссудное отношение, как временное отчуждение потребительной стоимости, опосредуется обратным движением («выдачей») ценной бумаги. В этом состоит формальная отличительная особенность эмиссионного отношения по сравнению с другими видами ссудного отношения.

Любая передача потребительной стоимости в виде денег или товаров в ссуду обязательно сопровождается ее материальной фиксацией. Конечно, данное отношение возможно и на доверительной основе в форме устного обещания должника кредитору вернуть полученную ссуду. Но в массовом масштабе такое невозможно, так как человеческая память изменчива — можно что-то забыть, не так понять и т.п., поэтому нормальным является именно материальный способ фиксации обязательств путем соответствующих записей о временной передаче материальных ценностей другому участнику рынка. (До появления бумаги применялись иные материальные формы памяти: долговые камни, записи на глиняных дощечках и т.п.)

Ценная бумага есть некое материальное свидетельство, или материальный фиксатор, эмиссионного отношения. Но в экономическом плане это совершенно особая по своим свойствам форма фиксации ссудного отношения в отличие от таких его материальных форм, как юридические договоры, письменные соглашения, долговые расписки и др.

Содержательное отличие эмиссионного отношения от других видов ссудного отношения. Качественная (содержательная) особенность эмиссионного отношения вытекает из того, что представляет собой ценная бумага как фиксатор ссудного отношения.

Ценная бумага как отчуждаемая форма фиксации ссуды. Ценная бумага есть свидетельство отчуждения потребительной стоимости на договорных условиях, но она не обычное свидетельство, удостоверяющее такое отчуждение. Ценная бумага всегда:

- выдается, выпускается, выписывается и т.п., т. е. сама отчуждается от участника рынка;
- выдается только эмитентом (должником), но никогда не выдается инвестором;
- выдается *в обмен* на отчуждаемую инвестором потребительскую стоимость в виде товара или денег, а не безотносительно к процессу их отчуждения, как, например, заключение кредитного договора не является каким-то отношением обмена договора на товар или деньги как на его собственный предмет.

Следовательно, ценная бумага есть не простое долговое свидетельство или фиксация ссудного отношения как такового, а одновременно и самостоятельная форма существования отчужденной потребительской стоимости (ссуды). В случае фиксации ссудного отношения ценной бумагой ссуды получает дополнительную, новую для себя форму существования на рынке — форму ценной бумаги, которая отлична от ее собственной потребительской стоимости.

Ценная бумага как форма стоимости. Выдача ценной бумаги, или ее выпуск в обращение, есть обмен ценной бумаги на отчуждаемую потребительскую стоимость, имеющую определенную стоимость. В результате, поскольку выдача ценной бумаги и отчуждение стоимости происходят одновременно, постольку создается впечатление, что ценная бумага обменивается и на отчужденную стоимость, а потому является и ее представителем, или формой существования отчужденной стоимости.

На самом деле ценная бумага отчуждается исключительно в обмен на потребительскую стоимость, но не в обмен на ее стоимость. Обмен стоимости возможен только на стоимость, а в ссудном отношении стоимость отчуждается, а не обменивается. Поэтому ценная бумага никак не может быть формой существования отчуждаемой стоимости.

Содержанием ссудного отношения является процесс возрастания отчужденной стоимости. Поэтому ценная бумага — это представитель той стоимости, которая будет возвращаться в тех или иных формах инвестору. Ценная бумага есть форма будущей стоимости, которую в соответствии с условиями эмиссионного отношения будет получать или получит инвестор.

В результате ценная бумага как форма стоимости — свидетельство на возврат отчужденной потребительской стоимости и одновременно свидетельство на получение стоимости в будущем.

Ценная бумага как единство эмиссионного и инвестиционного отношений. Отношение, зафиксированное ценной бумагой, превра-

щается из чисто ссудного отношения в **единство эмиссионного и инвестиционного** отношений. Ценная бумага **«ценна»** тем, что она не только фиксирует эмиссионное отношение, но и сама **превращается** в товар на рынке. Ценная бумага есть **такое свидетельство**, которое одновременно является товаром на рынке. Если **выразиться** еще точнее., то *и форме ценной бумаги в товар превращается стоимостное отношение между эмитентом и инвестором*. Юридически это и означает, что ценная бумага выражает определенные имущественные права инвестора к ее эмитенту, которые приравниваются к вещи.

Как экономическая категория ценная бумага есть носитель двух групп рыночных отношений. Они представляют собой:

- **эмиссионное, или первичное, отношение** — это отношение между эмитентом ценной бумаги и ее инвестором;
- **инвестиционное, или вторичное, отношение** — это **отношение** отчуждения между инвесторами по поводу ценной бумаги.

Эмиссионное отношение есть первичное, или исходное ссудное, отношение ценной **бумаги**, поскольку оно **имеет своим результатом** выпуск ценной бумаги в обращение, или «появление ее на свет».

Одновременно в ценной бумаге **заложена** возможность замены своего первоначального и любого последующего владельца, т. е. возможность ее обращения (отчуждения) на рынке в качестве товара. Это есть второе экономическое отношение, «спрятанное» в ценной бумаге.

Ценная бумага представляет собой **такой** способ фиксации эмиссионного отношения, который на рынке **принимает форму товара**. Если перейти на язык юридических терминов, **то** это и означает, что ценная бумага есть юридический **инструмент**, который приравнивается к вещи или **есть одновременно** и юридическая вещь.

Инвестиционное отношение — это **отношение столь** же обязательное или присущее ценной бумаге, как и эмиссионное отношение. Конкретная ценная бумага может **продаваться** или не продаваться (обращаться или **не обращаться**) на рынке, но такое отношение встроено в нее, так как без инвестиционного **отношения** понятие «ценная бумага» становится бессмысленным, не нужным вообще. Обмен **ценной** бумаги в **инвестиционном** отношении на **деньги (или** иной товар) в практическом плане **означает** не что иное, как досрочный **возврат инвестору отчужденной** им стоимости по текущей оценке, **но только** не самим эмитентом, а путем замещения инвестора в эмиссионном отношении другим участником рынка.

Как экономическая категория ценная бумага есть всегда единство эмиссионного и инвестиционного отношений (рис. 2.5). Впечатление, что инвестиционное отношение совсем не обязательно присутствует в ценной бумаге, может появиться только потому, что та или иная ценная бумага далеко не всегда продается и покупается. Например, первоначальный инвестор может купить (получить) ценную бумагу у эмитента и более не продавать ее до времени ее гашения. В мировой практике встречаются даже такие (конечно, редкие) разновидности ценных бумаг, свободное обращение которых на рынке в форме купли-продажи вообще запрещается условиями их выпуска. Тем не менее это совсем не противоречит наличию инвестиционного отношения в любой ценной бумаге, поскольку ее купля-продажа есть, конечно, самый главный и самый массовый способ ее обращения (отчуждения), но далеко не единственный. Отчуждение ценной бумаги от своего собственника (инвестора), или практическое осуществление инвестиционного отношения, может происходить множеством других имеющихся на рынке способов, например через отношения дарения, наследования, залога, конфискации и т.п., которые никто и ничто не может воспретить в силу самого главного рыночного отношения — отношения частной собственности на ценную бумагу (на вещи, деньги и т.п.), не отменив сам институт частной собственности.



Рис. 2.5. Двойственность экономического отношения, заключенного в ценной бумаге

Ценная бумага никогда не стала бы «ценной», если бы имеющиеся в ней отношения ограничивались лишь отношениями между ее эмитентом и инвестором. Она, конечно, была бы «ценной» непосредственно для них, но она никогда не стала бы «ценной» для всего рынка, всех его участников, которые в действительности не имеют совершенно никакого отношения к конкретному отношению между эмитентом и инвестором. Только потому, что определенного рода отношение между эмитентом и инвестором при-

знается в качестве общерыночного отношения, или отношения, к которому допущены абсолютно все участники рынка, только поэтому ценная бумага становится «ценной» вообще. Дело не в том, продается (покупается) или не продается (не покупается) ценная бумага как разновидность или как конкретная бумага. Дело в наличии или отсутствии отношения всех других участников рынка к отношению между эмитентом и инвестором.

Собственно говоря, из этого и вытекает тот юридический факт, что статус ценной бумаги присваивается только законом. Закон выражает отношение всех участников рынка, а для фиксации отношения только между эмитентом и инвестором, как двумя участниками рынка, достаточно и простого договора. Ценная бумага как имущественное право есть просто разновидность рыночного договора. Отнесение ценных бумаг к классу вещей есть юридическая форма выражения наличия (присутствия) общерыночных отношений в ней, или, выражаясь иначе, есть отражение такого положения, при котором к договору между эмитентом и инвестором как бы «допущены» все участники рынка, а не только его непосредственные стороны. Юридические формы этого «допуска» могут, конечно, различаться в зависимости от каких-то конкретных целей эмиссионного отношения. Однако общерыночное отношение (самой массовой и наиболее характерной для рынка формой которого является, естественно, отношение купли-продажи, но на практике и оно может отсутствовать) всегда присутствует в ценной бумаге потому, что «ценной» она является для всех, а не отдельных участников рынка.

Ценная бумага как фиктивный товар (фиктивные деньги). Поскольку ценная бумага по условиям своего выпуска отчуждается (передается) от эмитента к инвестору и в дальнейшем между инвесторами, это неизбежно принимает обычную форму обмена потребительской стоимости на деньги (или другие товары), а потому внешне ее выпуск не отличается от купли-продажи (товарного обмена).

На самом деле обмен ценной бумаги на стоимость в виде денег или товаров в эмиссионном, т. е. ссудном, отношении не есть обмен стоимостей вообще. Когда ценная бумага обменивается на деньги или товар, последние являются действительной стоимостью. Но сама-то ценная бумага не представляет собой никакой действительной стоимости, иначе имело бы место отношение обмена, а вовсе не ссудное отношение как отношение отчуждения стоимости.

Следовательно, в обмене ценной бумаги на другой товар или деньги сама ценная бумага не есть ни товар, ни деньги, а лишь

фиктивный товар (или фиктивные деньги). Ценная бумага как материальное свидетельство эмиссионного и инвестиционного отношений выполняет в них роль товара (денег), не являясь товаром или деньгами по своему собственному существу.

Понятие фиктивности можно хорошо проиллюстрировать на примере сравнения воды и зеркала. Зеркало есть вещь, употребляемая в качестве средства для отражения человека. В этом состоит его главное назначение (или его «качество»), хотя, конечно, оно может быть полезно и многими другими своими свойствами, как, например, красотой. Пусть вода в нашем примере есть вещь, употребляемая в качестве питья. В этом состоит ее главное для человека потребительское качество. Но известно, что одним из ее свойств является и возможность отражения человека. Поэтому вода, используемая в качестве предмета для отражения человека, есть фиктивное зеркало, ибо она отражает, т. е. выполняет то же самое полезное для человека свойство отражения, но от этого сама вода, естественно, вовсе не станет зеркалом. Обратное утверждение неверное: зеркало не может быть фиктивной водой, ибо никогда зеркало не может быть использовано в качестве предмета для питья.

Фиктивность ценной бумаги — это выражение ею существенных характеристик, составляющих сущность других экономических категорий.

Ценная бумага есть фиктивный товар (деньги), так как обращается на рынке точно так же, как и любой действительный, т. е. вещественный, товар (или выполняет функции действительных денег), но при этом сама ценная бумага от этого не становится товаром (деньгами) по своей сущности.

Ценная бумага как фиктивный товар — это невещественный товар, или товар, потребительная стоимость которого не основана на веществе природы и потому не состоит в удовлетворении каких-то материальных или духовных потребностей человека. Полезность ценной бумаги состоит в том, что она является свидетельством стоимостного отношения между эмитентом и инвестором.

Ценная бумага в ссудном отношении не может быть вещью по определению последнего, ибо тогда имело бы место отношение обмена вещей, а не простое отчуждение вещи. Ценная бумага в ссудном отношении не может быть и стоимостью, так как тогда вместо отчуждения стоимости был бы обмен стоимостей.

Следовательно, в эмиссионном (ссудном) отношении ценная бумага не есть ни вещь как некое полезное для человека благо в качестве предмета потребления или средства производства, ни стоимость как овеществленный всеобщий (абстрактный) человечес-

кий **труд**. В эмиссионном отношении ценная **бумага** — это какое-то материальное свидетельство, **материальная фиксация этого отношения**.

В инвестиционном отношении ценная **бумага** выступает в качестве какой-то полезности, потребительской **стоимости**, иначе ее никто не купил бы, **и имеет свою рыночную цену**. В **инвестиционном** отношении та же самая ценная **бумага** есть уже не просто свидетельство, но **свидетельство** как товар.

Ценная бумага представляет собой единство товара и нетовара. Ценная бумага не **существует только** как товар или только как свидетельство ссудного **соглашения**, не являющееся товаром. Она есть и **то** и другое одновременно, **но** в форме товара, **а** потому она — фиктивный товар. Действительный товар есть и **внешне**, и **внутренне** товар. Фиктивный товар есть внешне товар, а внутренне не является товаром.

Собственно из **этой** экономической природы ценной бумаги и вытекаем, что, независимо **оттого**, **существует ценная** бумага в виде документа или в виде записей на счетах, она есть **вещь**, т. е. имущественные права, в исходном эмиссионном отношении, но она принимает форму вещи, когда отчуждается на **рынке**.

В качестве фиктивного **товара** ценная бумага имеет присущие ей фиктивные потребительскую стоимость и стоимость.

Ценная бумага как фиктивная стоимость. Товарная форма существования ценной бумаги означает, что последняя получает меновую стоимость, или рыночную цену, т. е. представляет собой определенное количество денег на рынке.

С одной стороны, ценная бумага — это **лишь** заместитель отчужденной инвестором эмитенту ссуды. Поэтому у нее нет своей собственной действительной стоимости, но все же имеется рыночная цена. Налицо явное противоречие: рыночная цена имеется, а выражаемая ею стоимость отсутствует совсем. Поскольку у ценной бумаги нет своей стоимости, постольку в качестве рыночной цены она есть денежная форма **несуществующей** стоимости.

С другой стороны, ценная бумага есть форма существования будущей стоимости, которую получит инвестор в течение или в конце эмиссионного отношения. Будущая **стоимость** — это не существующая в данный момент времени стоимость. Следовательно, рыночная цена ценной бумаги есть денежная форма не вообще несуществующей стоимости, а несуществующей в данный **момент** будущей стоимости. Или, выражаясь совсем просто, рыночная цена ценной бумаги является выражением не «нулевой» стоимости, т. е. ее абсолютного отсутствия, а выражением **еще** не появившейся

стоимости, которой еще нет, которая еще не существует, но которая обязательно должна быть в будущем.

Фиктивная стоимость ценной бумаги — это те характеристики ценной бумаги, которые ложатся в основу ее рыночной цены. Фиктивная стоимость ценной бумаги есть стоимость, которую эмитент должен передать инвестору в будущем и которая для возникновения рыночной цены должна быть в ходе рыночного процесса обращения приведена к ее действительным размерам на текущую дату.

Будущая стоимость сама по себе не является фиктивной стоимостью. Будущая стоимость не существует, ее еще нет, как нет и самого будущего. Фиктивная стоимость, наоборот, есть такая будущая стоимость, которая существует уже сегодня, ибо рыночная цена всегда — действительность, а не фикция. Фиктивная стоимость есть будущая стоимость, которая приравнивается (приводится, «дисконтируется») рыночным процессом к какой-то величине действительной стоимости в виде рыночной цены.

Стоимость есть основание цены. Фиктивная стоимость представляет собой то, что заменяет действительную стоимость в качестве основания для денежной цены. Замена действительной стоимости в условиях рынка осуществляется применением тех или иных методов и моделей расчета цены ценной бумаги на основе будущей стоимости (заранее известной или заранее неизвестной в соответствии с условиями эмиссионного отношения), которую и представляет ценная бумага.

Стоимость, возвращаемая при гашении ценной бумаги. Гашение ценной бумаги есть возврат отчужденной потребительной стоимости путем обмена ее на ценную бумагу. По определению ссудного отношения возврату подлежит та же самая потребительная стоимость, но вовсе не отчужденная стоимость.

Возвращаемая потребительная стоимость может быть представителем любой величины стоимости. Если отчуждался товар в каком-то количестве, то и возвращается товар в том же количестве, а возвращаемая стоимость есть стоимость этого возвращаемого количества товара.

Если отчуждались деньги, то и возвращается потребительная стоимость в форме денег. Однако стоимость денег выражается в определенном их количестве. Поэтому в случае денежной ссуды возвращаемое количество определяется не отчужденным их количеством, а таким количеством, которое предусмотрено условиями исходного ссудного договора между эмитентом (должником) и инвестором (кредитором). Например, если условиями денежной ссуды (как это имеет место обычно в случае облигаций или приви-

легированных акций) заранее предусмотрено количество стоимости, которое должно быть возвращено в будущем, то при гашении ценной бумаги это количество денег и будет возвращено. Если же условиями денежной ссуды предусмотрено не количество возвращаемой стоимости, а предусмотрен только механизм определения возвращаемого их количества (как это обычно имеет место в случае обыкновенных акций), то количество возвращаемой денежной ссуды станет известным лишь на момент гашения ценной бумаги.

В случае денежной ссуды возврат того или иного количества денег при гашении ценной бумаги есть следствие эмиссионного (ссудного) соглашения, а не результат возврата денежной ссуды как потребительной стоимости.

Ценная бумага как фиктивная потребительная стоимость. Фиктивность потребительной стоимости ценной бумаги означает, что она не является полезным благом для человека вообще, но она есть полезное благо для инвестора — ее владельца. Полезность ценной бумаги для инвестора состоит в том, что она заменяет ему отчужденную эмитенту действительную потребительную стоимость (товар или деньги). Он использует полученную ценную бумагу в качестве замены потребительной стоимости этого товара (денег, капитала) на рынке, т. е. он использует ее в качестве фиктивного товара (фиктивных денег, фиктивного капитала).

Такого рода замена возможна, если только речь идет об отношениях обмена и распределения стоимости. Действительную вещь, как, например, средство производства, нельзя ничем заменить в процессе производства, а в процессе личного потребления ничем нельзя заменить вещь как предмет потребления. Иное дело — сфера обращения. Здесь вещь сама по себе может быть заменена чем-то невещественным (хотя всегда материальным!), так как находясь в сфере обращения не сопровождается использованием ее по ее вещественному назначению, а может сопровождаться только изнашиванием, порчей, потерями и т.п. Очевидно, что, если обстоятельства позволяют, экономичнее заменить обращение самой вещи обращением ее невещественного аналога — фиктивной вещью. (То же относится и к известному процессу замены в обращении действительных (вещественных) денег на невещественные деньги.)

Полезность, или фиктивная потребительная стоимость, ценной бумаги как товара ~ это ее существование на рынке в качестве заместителя действительных товаров, денег или капитала, это есть выполнение ценной бумагой функций, присущих действительным товарам, деньгам или капиталам.

В юридическом смысле фиктивность потребительной стоимости ценной бумаги означает существование ценной бумаги в качестве фиктивной вещи, которая становится заместителем действительной вещи (или кредитных денег) в сфере обращения. Ценная бумага, не являясь вещью, обращается на рынке как вещь (или как деньги). Невещественность ценной бумаги в условиях рынка не превращает ее самое в «бесполезную вещь». Ценная бумага становится полезной именно в качестве не вещи. Или, выражаясь иначе, можно сказать, что фиктивная потребительная стоимость ценной бумаги состоит в том, что ее не вещьественность на рынке принимает форму вещи.

Рыночная цена ценной бумаги. Ценная бумага имеет рыночную цену, но у нее есть и фиктивная стоимость. Соотношение между данным категориями следующее.

Теоретическая цена ценной бумаги — это денежная оценка фиктивной стоимости ценной бумаги.

Рыночная цена ценной бумаги — это теоретическая цена, скорректированная на соотношение между спросом и предложением ценной бумаги на рынке.

В случае ценной бумаги рыночные цены колеблются уже не вокруг своей собственной стоимости в денежном выражении, а они совершают колебательные движения вокруг цены, которая представляет собой денежное выражение фиктивной стоимости ценной бумаги, или вокруг теоретической цены ценной бумаги.

Рыночная цена ценной бумаги, в отличие от рыночной цены действительного товара, превращается во вдвойне неопределенную цену. С одной стороны, как и цена любого товара, рыночная цена ценной бумаги испытывает случайные колебания спроса и предложения, но, с другой стороны, сама ее теоретическая цена, как основа рыночной цены, не есть объективная стоимость, а есть некая рассчитываемая рынком величина, или есть как бы «теоретическая», а не действительная стоимость. Сама основа теоретической цены ценной бумаги фиктивна.

Рыночная цена ценной бумаги есть денежное выражение, в котором фиктивная стоимость принимает вид действительной стоимости или в котором несуществующая стоимость превращается в существующую стоимость.

Ценная бумага как фиктивная форма стоимости. Ценная бумага как единство фиктивной стоимости и фиктивной потребительной стоимости есть фиктивная форма стоимости.

Действительные, или вещественные, товары, деньги, капиталы — все это действительные формы существования и развития стоимо-

сти. Товар есть полезная **вещь** как носитель **стоимости**. **Действительные деньги** представляют собой золото как всеобщий эквивалент товарного мира. Товары и **деньги**, употребляемые в целях увеличения стоимости, есть **капитал**.

Аналогично действительным формам стоимости пенная бумага, как фиктивная форма стоимости, **может существовать в** виде фиктивного товара, фиктивных денег или **фиктивного капитала**.

2.2. Экономические виды ценных бумаг

Понятие экономических видов ценной бумаги. *Экономические виды ценных бумаг*— это **формы** существования фиктивной **стоимости** в виде пенных бумаг. Иначе говоря, это деление ценных бумаг в **зависимости оттого, какие действительные формы существования стоимости они замещают или фиксируют в эмиссионном** отношении.

Если упростить данное определение, то можно сказать, что экономические виды ценной бумаги — это ее виды, замещающие на рынке действительные товары, деньги и капитал. Любая ценная бумага предстает на рынке, т. е. в инвестиционном отношении, как отражение указанных видов объектов собственное **ги** по отдельности или, что чаще всего имеет место, в **какой-то форме капитала**.

Экономическая **разновидность ценной бумаги**, проявляющаяся в отношении обмена на вторичном рынке, или в **инвестиционном** отношении, целиком определяется тем, какой экономический объект собственности является объектом отчуждения в исходном эмиссионном отношении:

- если в эмиссионном отношении **стоимость**, временно отчуждаемая инвестором, передается в качестве товара, **то** и на рынке представляющая ее пенная бумага обращается как **фиктивный** товар;
- если в эмиссионном отношении стоимость, временно отчуждаемая инвестором, передается в **качестве денег**, то и на рынке представляющая ее ценная бумага обращается как **фиктивные деньги**;
- если в эмиссионном отношении стоимость в форме товара или денег временно отчуждается как капитал, **то** и в инвестиционном отношении ценная бумага **представляет** собой капитал, т. е. обращается на рынке как фиктивный капитал.

На основе указанных видов эмиссионного отношения можно выделить следующие экономические виды ценных **бумаг**, представленные на рис. 2.6.



Рис. 2.6. Экономические виды ценной бумаги

Товарная ценная бумага. *Товарная ценная бумага* — это ценная бумага как фиктивный товар. Она есть заместитель товара, свидетельство собственности на временно отчужденную вещь, которое может обращаться на рынке вместо самой этой вещи.

Товарная ценная бумага есть форма существования простого товарного ссудного отношения в качестве ценной бумаги. Ее юридическими видами являются складские свидетельства и коносаменты.

Временное отчуждение вещи в качестве простого товара, фиксируемое посредством выдачи его владельцу ценной бумаги, есть установление особого стоимостного отношения между эмитентом и инвестором. В соответствии с этим отношением эмитент товарной ценной бумаги получает в свое распоряжение товар только как вещь, т. е. он воздействует лишь на потребительную стоимость товара, а владелец товарной ценной бумаги получает в свое распоряжение стоимость товара, но только, естественно, не непосредственно, так как стоимость нельзя отделить от вещи, а в виде ценной бумаги, т. е. в качестве фиктивной стоимости.

Товарная форма ценной бумаги позволяет отделить потребительную стоимость товара от его стоимости, в результате чего в форме ценной бумаги между участниками рынка начинает обособленно обращаться стоимость товара без физического перемещения самого товара между ними, т. е. без обращения его потребительной стоимости. Товар может храниться или перевозиться, но это ничуть не мешает его купле-продаже посредством соответствующей ценной бумаги.

В виде товарной ценной бумаги стоимость товара получает совершенно новую внешнюю товарную форму существования, отличную от ее потребительной стоимости.

Никакого капиталистического отношения в самой товарной ценной бумаге (т. е. в ее исходном эмиссионном отношении) нет. Но если, например, находящийся на хранении на складе товар в силу каких-то обстоятельств становится предметом спекуляций,

позволяющих получить доход, то капиталом становится и эквивалентная ему ценная бумага, поскольку именно ее продажа и перепродажа приносят владельцу товара уже не только его цену (стоимость), но и добавочную (спекулятивную) прибыль.

Эмитент товарной ценной бумаги совершает какие-то необходимые инвестору как участнику товарного рынка действия с потребительной стоимостью его товара, например, хранит или перевозит его. Если он воздействует на потребительную стоимость вещественного товара, то тем самым он создает какую-то новую стоимость, а потому владелец товарной ценной бумаги обязан возместить эмитенту соответствующие затраты или оплатить услуги эмитента.

Денежная ценная бумага. *Денежная ценная бумага* — это ценная бумага как заместитель денег, своего рода свидетельство собственности на определенное количество временно отчужденных денег, которое может выполнять платежную функцию денег.

Денежная ценная бумага есть форма существования простого денежного ссудного отношения. Ее юридическими видами являются чеки и векселя.

Сущность денежной ценной бумаги состоит в расщеплении функций определенной денежной суммы между эмитентом ценной бумаги и ее владельцем. Это осуществляется таким образом, что у эмитента деньги остаются только в качестве источника денежной ссуды, а у владельца ценной бумаги деньги предстают только в качестве средства покупки и платежа (расчетов). Иначе говоря, в форме денежной ценной бумаги осуществляется относительное обособление платежно-расчетной функции денег от их употребления в качестве ссуды. Денежная ценная бумага представляет собой разновидность кредитных денег.

Денежная ценная бумага — это рыночная форма существования платежно-расчетной функции денег, относительно обособленной от остальных функций денег.

Эмитент денежной ценной бумаги, казалось бы, тоже может совершенно свободно распорядиться полученными денежными средствами, так как на деньгах не написано никаких ограничений для их использования тем или иным образом. Однако на самом деле денежная ценная бумага погашается деньгами ее эмитента. Поэтому если он употребил полученные деньги окончательно (истратил на покупку чего-то или уплатил налоги государству), то он не сможет рассчитаться с владельцем ценной бумаги, т. е. нарушит исходное эмиссионное отношение. Эмитент может использовать по-

лученные деньги лишь в качестве долгового инструмента, т. е. отдать их на время действия эмиссионного отношения в ссуду кому-то, и эти деньги к нему должны вернуться к моменту расчета по ценной бумаге.

Владелец денег может обменять их на ценную бумагу, если это вытекает из соображений удобства его текущих расчетов или если это приносит ему выгоду, т. е. когда отчужденные деньги превращаются для него в капитал. Денежная ценная бумага одновременно может быть и капиталом, если инвестор отдал эмитенту одну сумму денег, а уплатить данной ценной бумагой он может за большую величину стоимости. Очевидно, что в таком случае его капитал возрастает.

Денежная ценная бумага, как и любая другая, в течение срока своего существования может передаваться от одного владельца к другому рыночным путем. Внешне это обычно имеет форму купли-продажи ценной бумаги, но последняя сама является средством платежа, а потому ее обратный обмен на деньги есть не что иное, как обмен на деньги в качестве ссуды. Для инвестора продажа денежной ценной бумаги есть возврат отчужденных им денег, но для ее покупателя это только «выдача» денежной ссуды. Покупатель денежной ценной бумаги замещает инвестора в эмиссионном отношении, т. е. уже он превращается в кредитора.

Отличия денежной ценной бумаги от товарной ценной бумаги. Поскольку денежная ценная бумага есть заместитель денег в обращении, а товарная ценная бумага — заместитель товара в обращении, постольку между ними имеются два важных различия:

- возврат эмитентом денег при гашении денежной ценной бумаги внешне ничем не отличается от ее купли-продажи — имеет место обмен ценной бумаги на деньги. При гашении товарной ценной бумаги возвращается сам товар (в обмен на ценную бумагу), а потому гашение не выступает в форме купли-продажи ценной бумаги;
- продажа денежной ценной бумаги на вторичном рынке (т. е. до даты ее гашения) всегда совершается по цене, меньшей, чем возвращаемая по ней сумма денег, так как сумма денег, выдаваемая в ссуду, всегда меньше суммы возвращаемого долга. Продажа товарной ценной бумаги на вторичном рынке совершается в соответствии с текущей рыночной ценой представляемого ею товара.

Ценная бумага как фиктивный капитал. Товар (деньги), в качестве которого ценная бумага обращается на рынке, обычно прино-

сит ее **владельцу (инвестору)** гот или **иной чистый** доход, а потому, по определению капитала, **такой товар** (деньги) является капиталом. Ценная бумага, приносящая **чистый** доход, есть капитал инвестора наряду с любыми другими рыночными формами его существования.

Но ценная бумага как капитал — **это всегда фиктивный, а не** действительный капитал. Действительный капитал в качестве отчужденной и производительно используемой **потребительной** стоимости находится у эмитента, а вместо него у инвестора имеется ценная бумага как его общепризнанный («законенный») рыночный **эквивалент**, т. е. то, что приносит чистый доход, не являясь на самом деле капиталом.

Фиктивный характер капитала, **представленного** в пенной бумаге, совершенно скрыт от инвестора, т. е. владельца данной ценной бумаги. **Это объясняется** тем, **что, во-первых**, инвестор получает чистый доход по ней, как если бы он получал его от собственной коммерческой деятельности или **по любому** другому капиталу, например, по банковскому депозиту; а **во-вторых**, инвестор обычно может свободно **вернуть** свой **денежный** капитал путем продажи ценной бумаги.

Фиктивная природа пенной бумаги как капитала **основывается** на том, что одной **из главных** функций **действительного** капитала является присвоение **чистого** дохода наряду с другой сто важнейшей функцией — производством этого чистого дохода. Ценная бумага выполняет функцию присвоения чистого дохода, поскольку по условиям своего выпуска позволяет **инвес** гору присваивать **соответствующую** часть чистого дохода. Она **вменяет действительный** каптал в этой его важнейшей для всех участников рынка функции, а потому и приравнивается ими к капиталу. Но поскольку функцию производства чистого дохода ценная бумага не может выполнять в силу своего нсве! **цественного** характера, і юстол ьку она не является истинным **капиталом**. Поэтому, **по определению фиктив** внос ги. она естл ишь фикти **вн ы й**, но не **действительн ы й** (ил и не **«полновесный»**) капитал.

Фиктивная природа капитала, выражаемую ценной бумагой, обнаруживается **лишь тогда**, когда ценная **бумага** в силу **каких-то** причин обесценивается. Своей собственной **стоимости** пенная бумага не имеет, а потому ее самое нельзя продать. Она имеет пену лишь в качестве будущего чистого дохода, приносимого действительным капиталом. Но если последний перестает **существовать**, **то ценная бумага перестает быть** представителем чистого дохода, а потому в ней не оказывается никакой ценности вообще^

Фиктивность капитала, существующего в форме ценной бумаги, не превращает ценную бумагу в какой-то «второсортный» капитал. Все, что приносит чистый доход, — это **капитал**, а потому для участника рынка любой объект собственности, представляющий собой капитал, есть качественно один и тот же «необходимый» ему (или «полезный» для него) капитал. Принимая инвестиционные решения, участник рынка руководствуется не экономической сущностью того или иного вида **капитала**, а его инвестиционными (рыночными) характеристиками. Целью любого капиталистического отношения является максимизация чистого дохода, а не то, каким образом этот доход образуется, т. е. кто, где, как и на каких условиях его создает.

Более правильно было бы **утверждать** совершенно обратное, а именно **фиктивность капитала превращает ценную бумагу в самый главный вид современного капитала** (подробнее об этом речь пойдет в гл. 8).

Таким образом, можно выделить следующие грани экономической сущности ценной бумаги как фиктивного капитала (рис. 2.7).

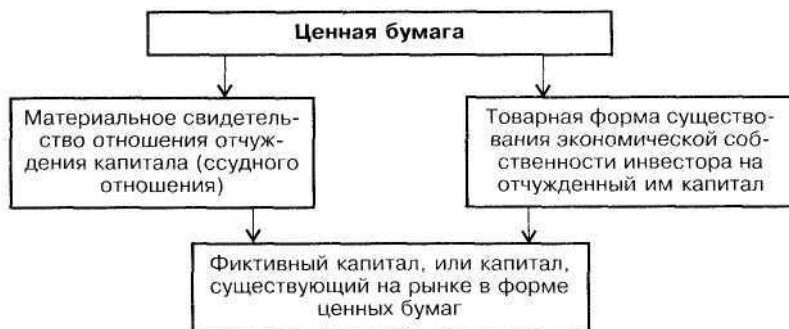


РИС. 2.7. Различные аспекты экономической сущности ценной бумаги как капитала

Инвестиционная (капитальная) ценная бумага. *Инвестиционная ценная бумага* — это ценная бумага как фиктивный капитал. Внешне инвестиционная ценная бумага есть заместитель капитала; это свидетельство собственности на временно отчужденный капитал, которое обращается на рынке вместо самого капитала. Инвестиционные ценные бумаги еще называют доходными ценными бумагами. Можно сказать, что доходные ценные бумаги есть капитал по своей «природе», так как уже в самом названии заложен **приносимый** ими чистый доход.

Инвестиционная ценная бумага — это форма существования капиталистического денежного ссудного отношения. Ее юридическими видами являются облигации, акции и инвестиционные паи.

Сущность инвестиционной ценной бумаги состоит в расщеплении собственности на отчуждаемый капитал и на чистый доход от него. Эмитент ценной бумаги получает в собственность сам капитал, и потому ему принадлежит часть чистого дохода от него. Инвестор в форме ценной бумаги получает собственность на другую часть чистого дохода от капитала и собственность на отчужденный капитал, но только в его фиктивной форме (поскольку действительный **капитал** находится у эмитента).

Капитал есть единственный источник части получаемого инвестором чистого дохода. Но доход инвестора по определению не может существовать без своей основы — без капитала. «Капитал — доход» — это отношение, которое не может быть разорвано. Капитал есть капитал только потому, что он приносит чистый доход. Чистый доход (имеется в виду на рынке) существует лишь как результат капитала. Тот, у кого нет капитала, не может получать и доход от него. Но зато и любой источник чистого дохода на рынке либо есть капитал, либо должен быть приравнен к капиталу.

Инвестиционная ценная бумага есть рыночная форма обособленного существования чистого дохода на отчужденный капитал в виде капитала. Это есть чистый доход, существующий на рынке как капитал.

Рыночная цена инвестиционной ценной бумаги. Поскольку инвестиционная ценная бумага есть форма существования чистого дохода на капитал, постольку в продаже ценной бумаги скрывается продажа приносимого ею чистого дохода. Не ценная бумага продается как товар — это лишь видимость, а продается как товар сам приносимый ею в будущем чистый доход.

Рыночная оценка инвестиционной ценной бумаги осуществляется на основе того чистого дохода, который получает (получит) инвестор за свой отчужденный капитал. Этот процесс называется капитализацией дохода.

Капитализация дохода по ценной бумаге — это текущая оценка капитала инвестора на основе величины получаемого (предполагаемого к получению) им чистого дохода от эмитента ценной бумаги.

Капитализация дохода ценной бумаги есть денежная сумма, которая, будучи использована как другой доходный актив, например в качестве банковского депозита, приносила бы аналогичный доход:

$$Д = Ц П ,$$

где Д — доход по ценной бумаге;
Ц — денежная сумма, положенная на депозит;
П — процент, выплачиваемый по депозиту (в долях).

Отсюда получаем:

$$Ц = Д / П ,$$

где Ц — цена ценной бумаги, равная сумме депозита.

В действительности процесс капитализации дохода далеко не столь однозначно привязан к ставке процента: он зависит как от возможностей конкретного инвестора прибыльно употребить свой свободный капитал, так и от его субъективных воззрений, ожиданий и прогнозов. Кроме того, доходность ценной бумаги не всегда заранее известна, часто она есть величина переменная и трудно-прогнозируемая, зависящая во многом от эффективности работы компании-эмитента, выпустившей ее.

Отличие продажи инвестиционной ценной бумаги от продажи, например, действительного капитала, отчужденного в заем (долг, ссуду), состоит в том, что при «продаже» ссудного капитала временно отчуждается за плату, т. е. в этом смысле продается как обычный товар, сам капитал, рыночной ценой которого является процентный доход по ссуде. В случае инвестиционной ценной бумаги все обстоит наоборот. Продается сам будущий чистый (например, процентный) доход как товар, а его ценой (в виде цены ценной бумаги) становится соответствующее ему текущее значение ссудного капитала.

Ценная бумага как капитал представляет собой свидетельство как бы на часть чистого дохода, которая на рынке приравнивается к действительному капиталу. Однако в этом может заключаться и дополнительная проблема образования рыночной цены ценной бумаги, которая для участников рынка предстает как капитализация всего отчужденного капитала, но на основе чистого дохода, присваиваемого только инвестором.

Если имеет место качественное соответствие между отчужденным инвестором капиталом и приносимым им чистым доходом, то цена ценной бумаги есть капитализация этого дохода. Например, капитал отдан в качестве долга, и его чистым доходом является процентный доход. Капитализация процентного дохода позволяет оценить размеры отчужденного в долг капитала.

Если же отчужденному капитану соответствует рыночная капитализация всею создаваемого (приносимого) им чистого дохода, то имеющий место в действительности процесс рыночного ценообразования цепной бумаги на самом деле есть процесс капитализации всего чистого дохода, приносимого отчужденным капиталом, а не процесс капитализации приносимого ценной бумагой только инвестору чистого дохода, как всего лишь части совокупного чистого дохода, создаваемого этим отчужденным капиталом.

Раздвоение общественного капитала на действительный и фиктивный. В форме ценной бумаги отчужденный инвестором капитал теперь существует не только как капитал, находящийся в собственности эмитента, но и как капитал, находящийся в собственности у инвестора.

Цепная бумага замешает инвестору отчужденный им капитал таким образом, что он как бы и не лишается этого капитала, поскольку, например, инвестор:

- продолжает получать в необходимом ему размере чистый доход от этого капитала;
- может свободно реализовать свой капитал на рынке, продав ценную бумагу;
- может отдать свой капитал в долг, отдав в долг ценную бумагу;
- может подарить свой капитал путем дарения ценной бумаги и т.д.

В форме ценной бумаги процесс раздвоения («растепления») собственности на отчужденный капитал не ограничивается распределением чистого дохода между кредитором и должником, как это имеет место, например, в обычном долговом отношении, а завершается еще и внешним удвоением собственности на капитал как собственности на отчужденный капитал, функционирующий у эмитента, и как собственности на капитал в форме ценной бумаги, которым в полной мере распоряжается инвестор.

В конечном счете для владельца капитала важно не владение самим ним капиталом, а владение чистым доходом, который производит или приносит этот капитал. Капитал по определению нужен только ради приносимого им чистого дохода, а не сам по себе. Именно поэтому владелец действительного капитала и может его отдавать (отчуждать) другому участнику рынка, лишь бы при этом сохранялась его собственность на чистый доход в той мере, в какой ему лот доход необходим.

Экономические классификации инвестиционных ценных бумаг. Существуют две разновидности инвестиционных ценных бумаг в зависимости от:

- взаимоотношений между эмитентом и инвестором, или сущности (вида) эмитента;
- характера употребления эмитентом капитала инвестора.

Долевые, долговые и доверительные ценные бумаги. Если инвестор как владелец капитала самостоятельно осуществляет коммерческую деятельность, то, во-первых, он сам управляет своим капиталом, а во-вторых, единолично присваивает весь создаваемый капиталом чистый доход.

Если инвестор отчуждает свой капитал эмитенту, получая взамен от него инвестиционную ценную бумагу, то ситуация меняется:

- управление отчужденным капиталом, естественно, переходит к эмитенту ценной бумаги;
- чистый доход, создаваемый отчужденным капиталом, распределяется между инвестором и эмитентом тремя возможными способами:
 - 1) в форме разделения его на две части — остающуюся у эмитента и уплачиваемую им в качестве цены за денежную ссуду инвестору. Капитал отчуждается эмитенту в виде долга, и эмитент выплачивает процентный доход инвестору (владельцу ценной бумаги) в качестве цены (платы) за предоставленный ему в долг капитал. Эмитент является покупателем капитала;
 - 2) в форме разделения его на часть, остающуюся у инвестора, и на вознаграждение (плату) управляющему за управление (как услугу) отчужденным (переданным во временное управление) капиталом. Инвестор отдает капитал не в собственность эмитенту, а только в (доверительное) управление. За это управление инвестор уплачивает управляющему вознаграждение, но в целом весь приносимый капиталом, отданным в управление, чистый доход есть собственность инвестора, а не эмитента. В данном случае не эмитент что-то выплачивает инвестору, а наоборот, инвестор платит эмитенту из части своего чистого дохода. Эмитент — это лицо, предоставляющее услугу по управлению капиталом;
 - 3) в форме распределения чистого дохода на реинвестируемую часть, т. е. на часть, присоединяемую к функционирующему капиталу, и на часть, которую присваивает собственник капитала как частное лицо. В этом случае эмитент есть объединение инвесторов, которые, как единый коллективный собственник, весь созданный их совместным капиталом чистый доход за определенный период

времени (обычно за год) самостоятельно (сами) распределяют на две части: одна часть идет на расширение коммерческой деятельности, а другая — поступает в личное распоряжение инвесторов. В данном случае вообще никто никому ничего не платит в качестве цены за товар или оплаты рыночной услуги. Взаимоотношения между эмитентом и инвестором вообще не являются отношениями обмена на рынке капитала.

Долговая ценная бумага — это инвестиционная ценная бумага, доход инвестора по которой представляет собой процентный доход, или процент. Процент является рыночной ценой, которую уплачивает эмитент за привлеченный в ссуду (в долг) капитал инвестора.

Доверительная ценная бумага — это инвестиционная ценная бумага, доход инвестора по которой представляет собой чистый доход, создаваемый отчужденным в доверительное управление капиталом за минусом вознаграждения управляющему этим капиталом. Вознаграждение управляющему — это плата за его услуги по управлению капиталом.

Долевая ценная бумага — это инвестиционная ценная бумага, доход инвестора по которой представляет собой часть чистого дохода, создаваемого отчужденным им капиталом, за минусом той его части, которая снова реинвестируется в капитал. Доход инвестора по долевым ценным бумагам есть результат первичного распределения созданного капиталом чистого дохода.

Эти различные способы выплаты чистого дохода по ценной бумаге зависят от того, кто является ее эмитентом. В долговой ценной бумаге эмитент — это участник рынка, полностью отличный от инвестора, а потому естественно, что он должен заплатить инвестору за отчужденный им капитал. В то же время инвестор не только желает получать процентный доход на капитал, но и требует возврата самого исходного капитала, невозврат которого означал бы явную потерю для него.

В долевым ценным бумагам эмитентом является сам инвестор, но только в виде коллектива инвесторов. Здесь отсутствует противопоставление между эмитентом и инвестором, как оно имеет место в долговой ценной бумаге. Поскольку эмитент и инвестор, по сути, есть одно и то же лицо, той нет необходимости возвращать отчужденный эмитенту капитал. Проблема возврата отчужденного капитала (но только не в смысле возврата денежной ссуды как потребительной стоимости) в экономическом значении просто снимается, не существует. Инвестор получает только часть создаваемого чис-

того дохода, а другая его часть реинвестируется, т. е. используется для увеличения функционирующего капитала.

Различие между этими ценными бумагами состоит также в том, что в долевой ценной бумаге собственность инвестора на отчужденный эмитенту капитал сохраняется в опосредованной форме управления им (непосредственное управление капиталом означает, что инвестор его никому не передавал), а в долговой ценной бумаге собственность инвестора на капитал сохраняется только в форме его обязательного возврата через какое-то время.

В доверительной ценной бумаге эмитент есть «наемный управляющий», услуги которого оплачивает инвестор из общей суммы чистого дохода, полученного от функционирования капитала.

Различие между долевой и доверительной ценными бумагами с точки зрения процесса управления заключается в том, что в долевой ценной бумаге инвестор хоть и опосредованно, но управляет своим капиталом, а в доверительной ценной бумаге он не управляет своим капиталом вообще. Но зато в доверительной ценной бумаге инвестор остается единственным собственником отчужденного капитала, а потому и всего чистого дохода, а в долевой ценной бумаге инвестор является коллективным собственником отчужденного капитала.

В случае доверительной ценной бумаги инвестор на срок отчуждает свой капитал в управление и из приносимого им чистого дохода оплачивает услуги управляющего. В случае долевой ценной бумаги инвестор, но лишь в качестве коллективного инвестора, самостоятельно распределяет чистый доход, приносимый отчужденным им в коллективное функционирование капиталом, на часть, которая реинвестируется, и на часть, которая поступает в его персональное (личное, обособленное от других инвесторов) распоряжение.

Основные экономические отличительные особенности перечисленных видов инвестиционных ценных бумаг приведены в табл. 2.2.

Государственные и коммерческие инвестиционные ценные бумаги. На первый взгляд, это есть деление ценных бумаг в зависимости от типа эмитента ценной бумаги, которым могут быть государство или коммерческие организации.

Внешне государственные ценные бумаги представляют собой ценные бумаги, эмитированные государством, а коммерческие ценные бумаги — это бумаги, эмитированные коммерческими лицами.

С экономической точки зрения заданным делением скрывается характер употребления отчужденного инвестором капитала.

Таблица 2.2

Сравнительные характеристики экономических видов ценных бумаг

Экономический признак	Долевая ценная бумага	Долговая ценная бумага	Доверительная ценная бумага
Вид эмитента	Коллектив самих инвесторов (например, акционерное общество)	Должник	Доверительный управляющий
Чистый доход, присваиваемый инвестором	Чистый доход эмитента за минусом реинвестируемой прибыли	Процентный доход (плата эмитента за ссуду)	Чистый доход за минусом оплаты инвестором услуг управляющего
Способ фиксации собственности на отчужденный инвестором капитал	Опосредованное управление своим капиталом	Возврат капитала через установленный срок	Капитал остается в собственности инвестора
Период получения чистого дохода инвестором	Бессрочный	Срок, задаваемый условиями эмиссии	Период доверительного управления
Условие возврата начальной величины капитала	Отсутствует	Имеется	Отсутствует (но встроено в неявном виде)

Коммерческие эмитенты как участники **рынка** отличаются от инвесторов лишь местом, которое они **занимают** в эмиссионном отношении. Они **являются** теми участниками рынка, которые берут отчужденный тем или иным способом капитал и употребляют **его** в целях извлечения чистой дохода, им они обязаны поделить с инвесторами, иначе последние не передали бы свой капитал.

Государственная ценная бумага есть **всегда инвестиционная** ценная бумага, так как вложенный в нее **капитал** возвращается инвестору с чистым доходом, или, выражаясь иначе, **инвестор** отчуждает **свою** стоимость государству в качестве **капитала**.

Государство как эмитент — это, как **правило**, некоммерческий участник рынка. Капитал, ссужаемый государству, не используется в качестве капитала, приносящего чистый доход, а **затрачивается** на известные нужды государства. Соответственно чистый доход, выплачиваемый государством по своим пенным бумагам, или процентный доход, не имеет никакого отношения к отчужденному инвестором капиталу как к своему источнику. **Но чистый** доход по своему определению не может не иметь источника в виде капитала.

Специфика эмиссионного отношения, фиксируемого государственной ценной бумагой, состоит в том, что оно в данном случае носит не двусторонний капиталистический характер, т. е. когда ссуда является капиталом как для эмитента, так и для инвестора, а является односторонним капиталистическим отношением — капиталистическим отношением лишь для инвестора, но не для государства.

В государственной ценной бумаге в непосредственном виде отсутствует само капиталистическое отношение: капитал — доход. В результате меняется и экономическая природа процентного дохода по государственной ценной бумаге. Это уже не есть часть чистого дохода, приносимого частным капиталом инвестора. Выплачиваемый государством процентный доход имеет своим источником налоги (и другие платежи), поступающие в государственный бюджет, которые, в свою очередь, есть часть прибавочного продукта общества в целом, или, иначе, они есть чистый доход, создаваемый совокупным общественным капиталом.

Тот факт, что процентный доход по государственным ценным бумагам имеет своим источником весь капитал общества, означает, что не может быть ничего надежнее, чем данного вида ценная бумага. В коммерческой инвестиционной ценной бумаге источником выплачиваемого чистого дохода всегда является какой-то частный капитал, т. е. какая-то часть всего капитала общества, а потому очевидно, что этот доход имеет гораздо менее надежный источник выплат.

По аналогии с понятием «инвестиционная ценная бумага» можно было бы определить государственную ценную бумагу как товарную форму существования части чистого дохода всего общественного капитала. Однако общественный капитал не существует в рыночных условиях как нечто целое, он есть лишь сумма всех частных капиталов участников рынка. Общественный капитал по своему экономическому смыслу — это антипод частного капитала, или частной собственности. В результате государственная ценная бумага есть товарная форма существования чистого дохода, который приносит не существующий в условиях частной собственности капитал. В этом смысле государственная ценная бумага является не чем иным, как фиктивным существованием вообще не существующего при капитализме капитала, или фиктивным существованием того, чего вообще нет.

Коммерческая ценная бумага есть фиктивный капитал, поскольку она представляет собой товарную форму существования лишь чистого дохода, она выступает не как действительный капитал, а

как капитализированный чистый доход. Коммерческая ценная бумага есть рыночное отражение реально функционирующего частного капитала, который приносит чистый доход, частично присваиваемый владельцем ценной бумаги.

В отличие от нее государственная ценная бумага — это отражение капитала, которого вообще не существует в качестве капитала, а потому она есть фиктивный капитал вдвойне, т. е. и как только *замещение* функционирующего объекта, и одновременно как полное *отсутствие самого этого замещаемого объекта*.

Таблица 2.3

Экономические различия между государственными и коммерческими инвестиционными ценными бумагами

Показатель	Государственная ценная бумага	Коммерческая ценная бумага
Эмитент	Государство	Участник рынка
Инвестор	Любой участник рынка	Любой участник рынка
Использование привлеченного капитала	Непроизводительное (на расходы государства)	Производительное (с целью получения чистого дохода)
Вид дохода инвестора	Процентный доход	Чистый доход в любой форме
Непосредственный источник выплаты чистого дохода эмитентом	Доходы государства (налоги и др.)	Чистый доход от функционирования капитала
Экономический источник выплаты чистого дохода эмитентом	Совокупный чистый доход общества	Чистый доход, полученный отдельным участником рынка (эмитентом)

Юридические виды ценных бумаг. Это деление ценных бумаг на виды в зависимости от вида юридического отношения, лежащего в основе эмиссионного отношения. Юридические виды ценных бумаг рассматриваются в гл. 3.

2.3. Юридические виды и классификации ценных бумаг

Юридические виды российских ценных бумаг. ГК РФ устанавливает следующие виды ценных бумаг.

В ст. 143:

- государственная облигация;
- облигация;

- вексель;
- чек;
- депозитный сертификат;
- банковский сертификат;
- банковская сберегательная книжка на предъявителя;
- коносамент;
- акция;
- приватизационные ценные бумаги.

В ст. 912:

- двойное складское свидетельство;
- складское свидетельство как часть двойного свидетельства;
- залоговое свидетельство (варрант) как часть двойного свидетельства;
- простое складское свидетельство.

Федеральный закон от 16 июля 1998 г. № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)» разрешает выпускать следующий вид ценной бумаги:

- закладная.

Федеральный закон от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» разрешает выпускать ценную бумагу:

- инвестиционный пай.

Федеральный закон в редакции Федерального закона от 28 декабря 2002 г. № 185-ФЗ «О рынке ценных бумаг» разрешает выпуск ценной бумаги:

- опцион эмитента.

Федеральный закон от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» разрешает выпуск следующих видов ценных бумаг:

- облигации с ипотечным покрытием;
- ипотечный сертификат участия.

Ценные бумаги в других странах. Каждая страна законодательно устанавливает свои собственные виды ценных бумаг, допущенных к выпуску и обращению на национальном рынке. Но в своей основе видовой состав ценных бумаг в разных странах во многом идентичен тем, которые разрешены в России. Иначе говоря, состав ценных бумаг интернационален, так как капиталистическое хозяйство по своей сути не имеет никакого отношения к государственным границам. В странах с более развитым рынком ценных бумаг, как правило, количество их видов больше, чем в странах, где уровень развития фондового рынка ниже. Но такие классические

кие **виды** ценных бумаг, как акции, облигации, **векселя**, чеки и некоторые другие, **присутствуют практически во всех странах с рыночной экономикой.**

Характеристики ценной бумаги. Форма ценной бумаги имеет **цельный ряд реквизитов**, или разнообразных **характеристик**, многие из которых **обязательны** для **соответствующего** вида ценных бумаг и задаются законом. Эти **характеристики** обычно имеют **попарно-противоположный** характер (например, документарная или **бездокументарная** формы существования **ценной** бумаги), а потому **ценные бумаги** могут **классифицироваться** в зависимости от того, какому признаку из **соответствующей** их пары они отвечают. Совокупность всех **этих** признаков, собственно, и **есть то**, что отличает один вид **ценной** бумаги **от других ее видов.**

В самом общем виде набор характеристик, которыми **обладает** каждая ценная бумага, **включает:**

- временные;
- пространственные;
- рыночные.

Временные характеристики **ценной** бумаги — это характеристики, измеряемые **временем**. К ним относятся сроки:

- обращения ценной бумаги **и;**
- **выплаты доходов** по ней;
- действия тех или **иных** отдельных прав по ценной бумаге.

Пространственные характеристики ценной бумаги — это формы ее существования как рыночного **товара**, обособленного от любого участника рынка. **Они включают:**

- внешнюю форму **существования ценной бумаги** (**документарная** или бездокументарная);
- национальную **принадлежность ценной бумаги** (**национальная** или **иностранная**);
- **вид рынка**, на котором обращается ценная бумага (биржевая или небиржевая ценная бумага).

Рыночные **характеристики** ценной бумаTM — это ее характеристики, связанные с ее **эмитентом** или инвестором (владельцем). Они **включают:**

- порядок фиксации владельца ценной **бумаги** (**предъявительская** или **именная**);
- порядок передачи (форма обращения) (вручение или уступка требования);
- форму выпуска (эмиссионная или **неэмиссионная, регистрируемая** или **нерегистрируемая**);
- вид **эмитента** (**государственная** или **негосударственная**);

- вид капитала (собственный или заемный);
- степень обращаемости (рыночная или нерыночная);
- уровень риска (рисковые и безрисковые ценные бумаги);
- наличие дохода (доходная или бездоходная);
- наличие номинала (номинальная или безноминальная).

На практике ценные бумаги различаются по еще большему числу признаков, поскольку речь идет уже о различиях не только между видами ценных бумаг, но и между ценными бумагами одного и того же вида, выпускаемыми разными эмитентами.

Ключевое различие ценных бумаг, выступающих на рынке в качестве капитала, естественно, коренится в условиях выплаты доходов по ней сточки зрения растянутости и пропорциональности этого процесса во времени.

Классификации ценных бумаг. Классификация ценных бумаг — это их разделение на попарно-противоположные виды по какому-либо юридическому или экономическому признаку, прежде всего, из числа перечисленных ранее. Общепринятыми являются следующие классификации ценных бумаг.

Срочные и бессрочные ценные бумаги. По сроку существования ценные бумаги делятся на:

- **срочные** — это ценные бумаги, срок существования которых ограничен во времени по условиям их выпуска. Большинство выпускаемых ценных бумаг имеют заранее заданные сроки обращения, что вытекает из того, что лежащее в их основе эмиссионное отношение есть всегда срочное отношение;
- **бессрочные** — это ценные бумаги, для существования которых не установлены ограничения во времени по условиям их выпуска. Классическим видом бессрочных бумаг являются акции. Бессрочность ценной бумаги означает, что выплата чистого дохода по ней не имеет временных ограничений, а сроки и способы гашения ее заранее неизвестны.

Дополнительно можно различать срок существования ценной бумаги как исторического вида и как ценной бумаги конкретного эмитента. Каждый юридический вид ценной бумаги имеет свое историческое происхождение. Классические ценные бумаги возникли еще в XVI—XVII вв. Но есть и новые виды ценных бумаг, которые появились на рынке лишь несколько десятилетий назад. Что касается российских ценных бумаг, то большинство из них появилось лишь совсем недавно (с 1990-х гг.), хотя исторически многие современные ценные бумаги существовали и до Октябрьской революции 1917 г., после которой капиталистические отно-

шения, а потому и соответствующие им ценные бумаги, временно прекратили свое существование.

Деление ценных бумаг на срочные и бессрочные относится лишь к ценным бумагам конкретных эмитентов. В историческом смысле ценные бумаги есть только срочные бумаги, поскольку бессрочными они не могут быть уже в силу того, что сами отношения капитала не являются вечными.

Срочные ценные бумаги как бумаги, имеющие установленный при их выпуске срок обращения (действия), обычно условно делятся на три вида:

- *краткосрочные* — бумаги, имеющие срок обращения до 1 года;
- *среднесрочные* — бумаги, имеющие срок обращения свыше 1 года в пределах до 5— 10 лет;
- *долгосрочные* — бумаги, имеющие срок обращения, обычно превышающий 10 лет. При этом верхняя граница здесь отсутствует. Все зависит от потребностей участников рынка. В мировой практике существуют ценные бумаги, выпускаемые на сроки до 50 и даже до 100 лет.

Бессрочные ценные бумаги могут существовать в двух разновидностях:

- как ценные бумаги, срок существования которых ограничен сроком существования их эмитента. Можно сказать, что срок существования такой ценной бумаги установлен не в ней самой, а находится вне ее — в сроке существования самой коммерческой организации, выпустившей ее. Примером являются уже упоминавшиеся акции;
- как ценные бумаги, срок обращения которых при их выпуске регламентирован лишь самим порядком и условиями их гашения (выкупа). В этом случае ценная бумага существует до момента ее погашения, который определяется инвестором (или в общем случае и эмитентом) в зависимости от конъюнктуры рынка. Примером таких ценных бумаг могут быть бессрочные опционы на акции.

Существуют и ценные бумаги, которые занимают как бы промежуточное положение между срочными и бессрочными. Такого рода ценные бумаги обычно называются *отзывными ценными бумагами*. Отзывная ценная бумага обычно имеет срок окончания своего действия, и с этой стороны она является срочной бумагой. Но ее эмитент или инвестор имеют право прекратить ее существование досрочно, когда это им покажется выгодным. Иначе говоря, действительный срок обращения бумаги заранее неизвестен, не может быть установлен, и в этом смысле такая бумага есть бессроч-

ная бумага. Отличие отзывной ценной бумаги от второй разновидности бессрочных бумаг состоит в том, что в последних не устанавливается конкретный срок погашения вообще.

Документарные и бездокументарные ценные бумаги. По юридической форме существования ценные бумаги делятся на:

- *документарные* (их еще часто называют «бумажными») — это ценные бумаги, выпускаемые в форме документа;
- *бездокументарные* — это ценные бумаги, существующие в виде записей на материальных (компьютерных, электронных) носителях, порядок осуществления которых регулируется государством.

С точки зрения своей юридической формы российские ценные бумаги делятся на две группы:

- ценные бумаги, которые могут выпускаться только в документарной форме. К ним относятся векселя, чеки, складские свидетельства, коносаменты и др.;
- ценные бумаги, которые могут выпускаться как в документарной, так и в бездокументарной формах. Это в основном акции и облигации.

Бумажная форма есть исторически первая форма существования ценной бумаги. Развитие рынка ценных бумаг приводит к тому, что все большее число их видов существует уже в бездокументарной форме. В России бездокументарная форма ценной бумаги пока тесно связана с ее принадлежностью к эмиссионным ценным бумагам, т. е. бумагам, размещаемым выпусками, которые подлежат обязательной регистрации со стороны государства. Неэмиссионных ценных бумаг в бездокументарной форме в нашей стране мало.

На самом деле форма существования ценной бумаги никак не вытекает из ее эмиссионного отношения, или из содержания самого соглашения между эмитентом и инвестором. Любой вид ценной бумаги может существовать не только в документарной, но и в бездокументарной формах. Но из этого вовсе не следует, что бездокументарная форма существования ценной бумаги может вводиться на индивидуальной основе, т. е. по соглашению между ее эмитентом и инвестором. Как и документарная форма, бездокументарная должна быть признаваема всеми участниками рынка, а потому должна существовать общерыночная система учета владельцев соответствующего вида бездокументарной ценной бумаги. Создание такой системы эффективно только в случае, если ценная бумага обращается на рынке в размерах, которые окупают данную систему. В противном случае документарная форма ее существования оказывается более дешевой.

В качестве зарубежного примера сравнительно недавнего перехода **ценной бумаги** из одной формы в другую можно привести замену ранее существовавших только в **документарной** форме товарных варрантов на товарных фьючерсных рынках на **варранты в бездокументарной** форме. Теперь, **осуществив** поставку товара на биржевой склад, владелец товара не получает сам варрант как документ, как прежде, а становится владельцем «электронною» **варранта**, т. е. осуществляется запись в электронном реестре биржи о поставленном им товаре. Передача **собственности** на биржевой товар покупателю производится путем простой **перерегистрации** его владельца в этом реестре.

Эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги. По форме выпуска ценные бумаги различаются на:

- **эмиссионные** — это ценные бумаги, выпускаемые в обращение выпусками (обычно крупными партиями), внутри которых вес ценные бумаги абсолютно **идентичны**, и **каждый** их выпуск подлежит обязательной государственной регистрации, выражающейся в присвоении ему **государственного** регистрационного номера. Основными видами таких ценных бумаг являются акции и **облигации**;
- **неэмиссионные** — это ценные бумаги, выпуски которых не подлежат обязательной государственной регистрации. Обычно это ценные бумаги, **выпускаемые** поштучно или небольшими партиями, но не обязательно. К **этому** классу **относится подавляющее** большинство видов ценных бумаг.

Деление ценных бумаг на эмиссионные и **неэмиссионные теоретически** имеет под собой основу, состоящую, **во-первых**, в том, что к эмиссионным ценным бумагам **обычно должны относиться** наиболее важные для рынка бумаги, т. е. **представляющие** собой капитал, а во-вторых, выпускаемые в больших количествах, т. е. затрагивающие интересы достаточно большого круга участников рынка. **Государственная** регистрация выпуска ценной бумаги есть форма выражения **общерыночного** интереса к ней, но она требует существенно **о** времени и затрат со стороны **эмитента**. По этой причине **государственная** регистрация является **обязательным** процессом для эмитента эмиссионных видов ценных **бумаг**. У него нет права **выбора** — регистрировать выпуск или не регистрировать.

Выпуск ценных бумаг может сопровождаться их регистрацией не **только** в органах государственного управления. Так, определенная форма регистрации со **стороны Центрального** банка имеет место в **отношении** банковских (сберегательных и депозитных) **сертификатов**. Особой **государственной** регистрации подлежит выпуск

закладных ценных бумаг. Но в целом большинство остальных видов российских ценных бумаг, независимо от размеров их выпуска, по закону государственной регистрации не подлежат.

На рынке всегда имеет место определенная конкуренция между выпуском эмиссионных и неэмиссионных бумаг, если речь идет о привлечении капитала. Неэмиссионная форма привлечения капитала возможна путем выпуска векселей, инвестиционных паев и т.п.

Предъявительские и именные ценные бумаги. По принадлежности (форме владения) ценная бумага может быть:

- *предъявительской*, или ценной бумагой на предъявителя, права по которой принадлежат ее предъявителю;
- **именной** — это ценная бумага, права по которой принадлежат названному в ней лицу.

Именная ценная бумага, в свою очередь, в зависимости от способа передачи прав по ней подразделяется на два юридических подвида:

- *простая именная ценная бумага* — это именная ценная бумага, передача прав по которой осуществляется по договору цессии; юридически простая именная ценная бумага и называется именной ценной бумагой;
- *ордерная ценная бумага* — это именная ценная бумага, передача прав по которой осуществляется путем совершения на ней передаточной надписи (путем приказа) — индоссамента; ордерная ценная бумага — это юридическое название именной ценной бумаги, передаваемой с помощью индоссамента.

Цессия и индоссамент — это две формы уступки прав кредитора или в данном случае прав владельца ценной бумаги (инвестора). Их основное различие состоит в следующем. *Цессия есть двусторонняя сделка*, или договор, между старым и новым собственником ценной бумаги. В случае, когда уступка прав осуществляется за деньги, договор цессии имеет форму договора купли-продажи. *Индоссамент — это односторонняя сделка*, т.е. распоряжение (приказ), в соответствии с которым прежний владелец ценной бумаги назначает нового ее владельца.

Предъявительская ценная бумага не фиксирует имя ее владельца, и поэтому ее обращение осуществляется путем простой передачи от одного лица к другому.

Предъявительские и (простые) именные ценные бумаги по российскому законодательству могут быть эмиссионными или неэмиссионными ценными бумагами. Относительно ордерных ценных

бумаг указание на возможность такого деления в законе отсутствует.

По закону существуют ограничения на выпуск ценной бумаги того или иного юридического вида в предъявительской или именной формах. Так, акции могут иметь только именную форму. Предъявительских акций в нашей стране нет. В США, например, не разрешается выпуск облигаций на предъявителя. Однако теоретически любая ценная бумага может быть как именной, так и предъявительской, поскольку это есть внешняя характеристика по отношению к выражаемому ею имущественному праву.

Необходимо различать принадлежность ценной бумаги как ее собственную характеристику и как ее отношение с участниками рынка. С точки зрения отношений собственности ценная бумага всегда кому-то принадлежит независимо от того, какова ее собственная форма фиксации этой принадлежности. В этом смысле можно говорить, что любая ценная бумага как объект собственности есть именная бумага, ибо она неразрывно связана отношениями собственности с именем своего текущего владельца. В юридическом смысле, если отношение собственности на ценную бумагу не прописано в ней самой, означает принадлежность ее к классу предъявительских, а не именных ценных бумаг.

Государственные и корпоративные (негосударственные) ценные бумаги. По юридическому виду эмитента ценные бумаги подразделяются на:

- **государственные** — это ценные бумаги, эмитентом которых является государство в лице уполномоченных на то его органов;
- **корпоративные (негосударственные)** — это ценные бумаги, эмитенты которых коммерческие организации.

Данная классификация нуждается в существенном пояснении в силу двух моментов. Во-первых, понятие государства в российском законодательстве не охватывает муниципальные органы власти, которые имеют право выпускать ценные бумаги. Во-вторых, ценные бумаги теоретически могут выпускать (выдавать) и граждане, например, векселя, об использовании которых часто упоминалось в известных пьесах знаменитого русского драматурга XIX в. А.Н. Островского, а не только юридические лица в виде государственных или коммерческих организаций.

Поэтому юридически более строгим является деление ценных бумаг на государственные и негосударственные, к которым в этом случае относятся бумаги не только коммерческих организаций, но и частных лиц и муниципальных образований.

Тем не менее в практическом плане деление ценных бумаг на государственные и корпоративные более обоснованно. С одной стороны, любой гражданин воспринимает муниципальные бумаги как государственные, так как для него любая подобного рода власть есть государственная, как бы она ни подразделялась в силу тех или иных конъюнктурных или политических соображений. С другой стороны, в современной российской практике ценные бумаги (векселя), выпускаемые гражданами, не имеют никакого значения, если они и вообще-то существуют. Из этого следует, что все выпущенные российские ценные бумаги есть либо государственные, либо корпоративные.

К государственным ценным бумагам обычно относятся различные виды облигаций, выпускаемых государством. Корпоративные ценные бумаги выпускаются в обращение акционерными обществами, банками, инвестиционными компаниями и другими коммерческими организациями.

Национальные и иностранные ценные бумаги. По национальной принадлежности ценные бумаги подразделяются на:

- **национальные (российские)** — это ценные бумаги, выпущенные национальными эмитентами;
- **иностраные** — это ценные бумаги, выпущенные иностранными эмитентами или эмитентами, находящимися в других странах.

На рынке каждой страны теоретически могут обращаться как национальные, так и иностранные ценные бумаги, но на российском рынке обращаются только российские ценные бумаги. В то же время российское государство и российские компании могут выпускать ценные бумаги, которые обращаются как на российском, так и на мировом рынках, т. е. на рынках других государств. Следовательно, национальная принадлежность ценной бумаги не дает ответа на вопрос, на каком рынке она обращается, — на внутреннем или на внешнем.

Рисковые и безрисковые ценные бумаги. По уровню риска, который в силу тех или иных причин присущ ценным бумагам, последние условно могут быть поделены на:

- **безрисковые** — это ценные бумаги, которые имеют самый возможно (максимально) низкий в рыночных условиях уровень риска;
- **рисковые** — это ценные бумаги, уровень риска которых превышает уровень риска, имеющийся у безрисковых ценных бумаг. Рисковые ценные бумаги, в свою очередь, условно разбиваются на три группы:

- 1) *низкорисковые* — это ценные бумаги, для которых, с одной стороны, характерно **относительно** небольшое превышение уровня риска над уровнем риска, присущим **безрисковым** бумагам, а с другой — уровень риска которых ниже его среднерыночного уровня для обращающихся на рынке ценных бумаг;
- 2) *рисковые* — это ценные бумаги, уровень риска которых примерно соответствует среднему уровню риска **на** рынке ценных бумаг;
- 3) *высокорисковые* — это ценные бумаги, уровень риска которых **в** той или иной степени превышает средний уровень риска на рынке ценных бумаг.

В мировой практике к безрисковым ценным **бумагам** относят краткосрочные (на срок 1–3 месяца) государственные долговые обязательства (казначейские векселя). Все остальные ценные бумаги принято называть рисковыми. К низкорисковым обычно относятся все остальные государственные бумаги, **к среднерисковым** чаще всего причисляют корпоративные облигации, а **в** разряд высокорисковых ценных бумаг обычно входят акции. Но существуют и еще более высокорисковые, чем обычные акции, инструменты рынка ценных бумаг. К ним относятся так называемые производные инструменты, которые основаны на срочных контрактах, активом которых **в том** или ином виде **выступают** ценные бумаги.

Наглядно деление ценных бумаг по уровню имеющегося у них риска обычно изображается **в** виде графика, **в** котором одновременно иллюстрируется связь между уровнем риска и доходностью ценной бумаги или рыночного инструмента на ее основе (рис. 2.8).



Рис. 2.8. Ранжирование видов ценных бумаг по уровню их риска

Рыночные и нерыночные ценные бумаги. С точки зрения степени свободы обращения, т. е. наличия или отсутствия ограничений на куплю-продажу, ценные бумаги могут делиться на:

- 1) **рыночные** — это ценные бумаги, которые обладают полной свободой обращения, в силу чего их еще можно называть свободнообращающимися ценными бумагами;
- 2) **нерыночные** — это ценные бумаги, которые имеют ограничения или запрет на передачу путем купли-продажи. Они условно могут быть разделены на:
 - частично нерыночные ценные бумаги — это ценные бумаги, которые могут продаваться и покупаться на рынке, но при соблюдении наложенных на них ограничений;
 - полностью нерыночные ценные бумаги — это ценные бумаги, которые по условиям их выпуска вообще не могут продаваться и покупаться на рынке (перепродаваться), а только подлежат возврату их эмитенту.

Сутью рынка является свободная купля-продажа имеющихся на нем товаров, в том числе и ценных бумаг. Поэтому рыночные ценные бумаги есть преобладающий вид ценных бумаг. Но в ряде случаев эмитент может выпустить нужные участникам рынка ценные бумаги с ограничениями на их свободное отчуждение третьим лицам. Например, акции закрытых акционерных обществ в интересах самих акционеров имеют ограничения на свободное обращение, что, в частности, выражается в том, что такого рода акции никогда не обращаются на фондовых биржах.

Крайним возможным случаем нерыночноеTM ценной бумаги является такой ее вид, когда инвестор не может перепродать ее вообще, а только погасить у самого эмитента. Такие бумаги имеют очень специфическое назначение, которое собственно и превращает их в нерыночные. В мировой практике обычно это связано, например, с особыми схемами по пенсионному или медицинскому страхованию.

Долевые, долговые и доверительные ценные бумаги. Как в экономической классификации, так и с точки зрения юридической принадлежности привлекаемого капитала, ценные бумаги делятся на:

- **долевые (владельческие)** — это ценные бумаги, которые представляют собственный (уставный) капитал эмитента;
- **долговые** — это ценные бумаги, которые представляют заемный капитал для их эмитента;
- **доверительные** — это ценные бумаги, представляющие собой капитал, находящийся в доверительном управлении.

К долевым ценным бумагам относятся акции, а часто еще и ценные бумаги паевого типа, примером которых в российской практике являются инвестиционные паи и др. В отличие от акций, которые представляют собой собственный капитал юридического лица, инвестиционный пай — это не объединенный капитал как капитал юридического лица. Ценные бумаги, удостоверяющие отдаваемый в доверительное управление капитал, надо считать самостоятельным их видом — доверительными ценными бумагами.

Долговые ценные бумаги в юридическом плане обычно есть иная форма займа капитала участником рынка по сравнению с банковской ссудой, суть которой состоит в прямом обращении к кредитору, минуя посредника в лице банка. Подавляющая часть всех видов ценных бумаг относится к группе долговых бумаг.

Долевые ценные бумаги основываются на договоре учреждения юридического лица, долговые ценные бумаги — на договоре займа (кредитования), доверительные ценные бумаги — на договоре доверительного управления.

Доходные и бездоходные ценные бумаги. С точки зрения наличия дохода при определенных условиях выпуска ценные бумаги могут быть классифицированы на:

- **доходные** — это ценные бумаги, доход по которым уже заложен в самом эмиссионном отношении, и он выплачивается эмитентом их владельцу. В свою очередь, они имеют две формы:
 - 1) *процентные* — это ценные бумаги, по которым эмитент выплачивает доход, начисляемый (рассчитываемый) им самим;
 - 2) *дисконтные* — это ценные бумаги, по которым эмитент уплачивает доход в форме дисконта;
- **бездоходные** — это ценные бумаги, по которым сам эмитент никакого дохода не выплачивает.

Доход по ценной бумаге может начисляться и выплачиваться эмитентом в форме дивиденда или процента. **Юридический дивиденд** есть доход, выплачиваемый по акции. Его экономическая суть состоит в том, что размер такого дохода обычно заранее не определяется условиями эмиссии, т. е. он заранее неизвестен по своей величине для участников рынка.

Юридический процент — это доход, выплачиваемый по облигации (а в общем случае — по ссуде) или иной долговой ценной бумаге. Его экономическое отличие от дивиденда состоит в том, что размер процента обычно заранее известен для владельца ценной

бумаги. На практике экономические различия между дивидендом и процентом оказываются размытыми, поскольку имеет место, с одной стороны, выпуск акций (привилегированных акций) с фиксированным размером дивиденда, а с другой — и выпуск облигаций с нефиксированной ставкой процентного дохода, или с «плавающим» процентом. Необходимость существования чистого дохода по конкретной ценной бумаге в фиксированном или нефиксированном (плавающем) виде определяется потребностями участников рынка. Возможность наличия у конкретной доходной ценной бумаги обеих экономических форм выплачиваемого (начисляемого) дохода означает лишь то, что в их основе лежит экономически однородное рыночное отношение — отношение ссудного капитала.

Возможна и другая форма получения дохода по ценной бумаге — в виде *дисконта*, т. е. разницы между номиналом ценной бумаги и более низкой рыночной ценой ее приобретения. Дисконт всегда выплачивается эмитентом, а потому дисконтная ценная бумага есть доходная бумага, нацеленная на получение дохода уже при ее выпуске. Дисконтная ценная бумага позволяет инвестору получить заложенный в ней доход не в виде растянутых во времени выплат, а одновременно — в момент погашения ценной бумаги. Такая форма выплаты дохода тоже представляет интерес для определенного круга инвесторов.

Бездоходная ценная бумага не нацелена на извлечение дохода по своему внутреннему (эмиссионному) содержанию. Но при определенных условиях и она может стать источником дохода. Единственно возможно формой дохода по бездоходным ценным бумагам является положительная разница в их рыночных ценах. Условием наличия такого рода дохода является получение ценной бумагой рыночной цены, т. е. ее обращение на рынке.

Поскольку бездоходная ценная бумага выпускается не в целях увеличения капитала, а в качестве товара или платежного средства, постольку она часто не имеет рыночной цены, отличной от рыночной цены представляемого ею товара. Такая ценная бумага для своего владельца есть обычно простое свидетельство на товар или на деньги, но не на капитал.

Доход в виде разницы в рыночных ценах может иметь место по обоим рассматриваемым группам ценных бумаг. Но если для бездоходных бумаг он есть их единственный вид дохода, то для доходных ценных бумаг положительная разница в рыночных ценах представляет собой второй вид дохода, источником которого уже

является не эмитент, а **непосредственно** сам рынок, т. е. складывающиеся на нем отношения между инвесторами.

Таким образом, **инвестиционный доход**, или доход, получаемый инвестором (владельцем) ценной бумаги, **может состоять** из двух частей:

- 1) **выплачиваемый (начисляемый)** — это доход, **который** выплачивает эмитент **инвестору** в соответствии с условиями выпуска ценной бумаги;
- 2) **дифференциальный** — это доход, который может быть получен от разницы в рыночных ценах **по** ценной бумаге.

Инвестиционные и неинвестиционные ценные бумаги. В зависимости от того, в каком качестве ценная бумага обращается **на** рынке, она может **быть**:

- **инвестиционной (капитальной)** — это ценная бумага, которая **приносит ее владельцу инвестиционный доход**. Выражаясь иначе, это ценная бумага как объект для инвестирования, или как объект для вложения денег **в** качестве капитала, или как доходный рыночный актив, т. е. то, что приносит желаемый инвестором **вид дохода**. К инвестиционным ценным бумагам в обычных условиях всегда относятся акции и облигации как ценные бумаги, приносящие **процентный** или дивидендный доход, иначе — просто доходные ценные бумаги;
- **неинвестиционная** — это ценная бумага, обращение которой на рынке не приносит дохода (**инвестиционного**) ее владельцу. Обычно неинвестиционными **являются** ценные бумаги, обслуживающие расчеты на товарных или **других** рынках. Чаще всего в этой роли выступают **коносаменты**, складские свидетельства, чеки.

Когда говорят о рынке ценных бумаг как о рынке, **то** обычно под этим имеют в виду рынок именно **инвестиционных**, а не всех ценных бумаг. Но неправильно было бы **относить** к инвестиционным **только** те ценные бумаги, которые приносят определенный условиями их выпуска доход (выплачиваемый доход), т. е. только доходные ценные бумаги. Любая ценная бумага, **включая** ее бездоходные виды, конечно, при **соответствующих** обстоятельствах может **стать** источником дохода в форме разницы в ее рыночных ценах (дифференциальный доход).

Деление ценных бумаг на инвестиционные и неинвестиционные есть не деление их по конкретным юридическим видам, а деление потому, какую роль они на самом деле выполняют на рынке. Например, акция, которая не обращается на рынке и соответственно не имеет рыночной **цены**, **дивидендный** доход по которой

ниже уровня инфляции в стране, не имеет никакого отношения к инвестиционной ценной бумаге, так как не является источником увеличения капитала ее владельца. Но даже если акция и имеет рыночную цену, которая вместо ее увеличения, наоборот, систематически снижается и, соответственно, вложенный в нее капитал инвестора все уменьшается, то и такая акция никак не отвечает понятию инвестиционной ценной бумаги.

Номинарованные и неноминарованные ценные бумаги. В зависимости от наличия номинала ценные бумаги подразделяются на:

- **номинарованные** — это ценные бумаги, имеющие номинальную стоимость, или номинал, в денежном выражении;
- **неноминарованные** — это ценные бумаги, не имеющие номинальной стоимости. Они могут существовать в двух видах:
 - 1) **относительно номинарованные** — это ценные бумаги, имеющие номинальную стоимость в относительном выражении (в долях);
 - 2) **абсолютно неноминарованные** — это ценные бумаги, по которым номинал не может быть определен вообще.

Юридически **номинальная стоимость ценной бумаги, или номинал ценной бумаги**, — это абсолютная денежная величина, фиксируемая в ценной бумаге при ее выпуске. Это может быть денежная сумма, которую эмитент обязуется вернуть инвестору при гашении долговой ценной бумаги, или из которой складывается собственный (уставный) капитал инвестора как юридического лица.

По российскому законодательству инвестиционные ценные бумаги должны иметь номинальную стоимость, кроме ценных бумаг, представляющих собой пай (долю), к которым относятся инвестиционные паи и ипотечные сертификаты участия. В других странах разрешается даже выпуск акций без номинальной стоимости, причиной чего является избежание налогообложения их выпуска (налог на эмиссию уплачивается с номинальной стоимости эмитируемых акций).

С точки зрения сущности любого эмиссионного отношения, лежащего в основе любой ценной бумаги, всегда имеет место процесс передачи определенной величины стоимости от инвестора к эмитенту. Величина передаваемой стоимости и есть номинал эмиссионного отношения, или ценной бумаги, в экономическом его понимании. В этом, экономическом, смысле безноминальных ценных бумаг просто не существует по самой природе эмиссионного отношения как формы отношения отчуждения. Какая-то стоимость всегда должна быть отчуждена инвестором, чтобы возникла ценная бумага.

Безноминальность паевых ценных бумаг вытекает из того, что размер стоимости, реально передаваемой инвестором эмитенту пая и обратно, колеблется от пая к паю, а потому он не может быть зафиксирован в качестве юридического номинала пая ни в абсолютном размере, ни относительно.

Что же касается выпуска акций без указания номинала в денежном выражении, то на самом деле у них номинал есть, только он фиксируется не в абсолютной величине, а в относительном размере — в виде доли акции в уставном капитале компании. Например, объявляется, что выпускается такое-то количество акций, каждая из которых есть одна миллионная доля уставного капитала акционерного общества. Если таким путем будет собран общий капитал размером 100 млн руб., то это означает, что фактически номинальная стоимость одной акции составила 100 руб., хотя юридически данная акция не имеет номинала, поскольку эти 100 руб. не были зафиксированы в качестве номинала акции при ее эмиссии (имеется в виду момент эмиссии до начала собственно продажи акции на рынке).

Следовательно, потенциально возможная безноминальность акции не тождественна безноминальности инвестиционного пая. Безноминальность акции есть скрытая, или опосредованная, форма существования ее номинала. Безноминальность инвестиционного пая есть отсутствие юридического номинала вообще, или, выражаясь иначе, невозможность распространения требования наличия (юридического) номинала на данный вид ценных бумаг.

Что же касается долговых ценных бумаг, то здесь отсутствие номинала в абсолютном выражении совершенно невозможно, поскольку это противоречит юридической сущности самого долгового отношения.

Распределение российских видов ценных бумаг по основным характеристикам представлено в табл. 2.3.

Более подробно об указанных характеристиках ценных бумаг будет рассказано при рассмотрении каждого их юридического вида в гл.3.

Таблица 2.3

Характеристики российских ценных бумаг

<i>Вид ценной бумаги</i>	<i>Срок существования</i>	<i>Форма существования</i>	<i>Форма владения</i>	<i>Форма вложения</i>	<i>Форма выпуска</i>	<i>Наличие дохода</i>	<i>Наличие номинала</i>	<i>Вид эмитента</i>
Акция	Бессрочная	Бездокументарная	Именная	Долевая	Эмиссионная	Доходная	Номинированная	Корпорация
Облигация	Срочная	Любая	Любая	Долговая	Эмиссионная	Доходная	Номинированная	Любой
Вексель	Срочная	Документарная	Любая	Долговая	Неэмиссионная	Доходная/бездоходная	Номинированная	Любой
Чек	Срочная	Документарная	Любая	Долговая	Неэмиссионная	Бездоходная	Номинированная	Любой
Банковский сертификат	Срочная	Документарная	Любая	Долговая	Неэмиссионная	Доходная	Номинированная	Корпорация (банк)
Коносамент	Срочная	Документарная	Любая	Долговая	Неэмиссионная	Бездоходная	Номинированная	Корпорация
Закладная	Срочная	Документарная	Именная	Долговая	Неэмиссионная	Доходная	Номинированная	Любой
Инвестиционный пай	Срочная	Бездокументарная	Именная	Доверительная	Неэмиссионная	Доходная	Неноминированная	Корпорация
Опцион эмитента	Срочная/бессрочная	Бездокументарная	Именная	Долговая	Эмиссионная	Бездоходная	Номинированная	Корпорация
Ипотечный сертификат участия	Срочная	Бездокументарная	Именная	Доверительная	Неэмиссионная	Доходная	Неноминированная	Корпорация

Контрольные вопросы

1. В чем состоит отличие юридического понимания ценной бумаги от ее экономического понимания?
2. Ценная бумага является обычной или юридической вещью?
3. Что представляет собой бездокументарная ценная бумага?
4. Каковы причины развития бездокументарных ценных бумаг?
5. Что есть общего и в чем состоят различия между ценной бумагой и современными деньгами?
6. В чем проявляется противоречивая юридическая природа ценной бумаги?
7. Чем отличается ссудное отношение от отношения товарно-денежного обмена?
8. Какова экономическая специфика эмиссионного отношения?
9. Что означают понятия фиктивной стоимости и фиктивного капитала, выражаемые ценной бумагой?
10. Чем юридически и экономически отличается государственная ценная бумага от коммерческой?
11. Какие ценные бумаги имеют самый низкий уровень риска и почему?

Глава 3. ВИДЫ ЦЕННЫХ БУМАГ И ИНСТРУМЕНТОВ НА ИХ ОСНОВЕ

3.1. Акция и вторичные бумаги на ее основе

3.1.1. Акция

Понятие акции. Официальное юридическое определение акции дается в Федеральном законе «О рынке 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.

Недостаток данного определения состоит в том, что понятие акции дается через набор конкретных прав владельца акции, перечень которых, с одной стороны, никогда не может быть исчерпан, а с другой — указанные в определении права акции могут быть, но могут частично и отсутствовать. Логически это означает невозможность отнесения какой-то ее разновидности к понятию акции.

Более точное юридическое определение акции может быть выведено из ст. 96 ГК РФ, в которой дается понятие акционерного общества как общества, уставный капитал которого разделен на определенное число акций. Отсюда логически следует, что акция есть ценная бумага, представляющая собой единичную часть уставного капитала коммерческой организации, которая в силу этого получает название акционерного общества.

Дальнейшее уточнение понятия акции связано с тем, что в соответствии со ст. 99 ГК РФ уставный капитал акционерного общества составляется из номинальной стоимости акций. Поэтому возможно и другое юридическое определение акции как ценной бумаги, из номинальной стоимости которой складывается уставный капитал коммерческой организации, называемой акционерным обществом.

Итак, в юридическом смысле акция есть ценная бумага, на определенное количество которой разделяется уставный капитал коммерческой организации и из номинальной стоимости которой этот же капитал складывается. Краткое юридическое определение ак-

ции может быть следующим: *акция* — это ценная бумага, представляющая собой единичную часть уставного капитала хозяйственного общества по количеству и по стоимости; или совсем кратко: акция — это ценная бумага как часть (доля) уставного капитала.

В мировой практике требование равенства уставного капитала сумме номинальных стоимостей акций не всегда имеет место, поскольку бывает разрешен и выпуск акций без номинала в абсолютном выражении.

Акция как форма внешнего существования уставного капитала.

Понятие акции неразрывно связано с понятием уставного капитала. Уставный капитал — это капитал, которым в обязательном порядке наделяется юридическое лицо при его образовании (учреждении) и который не может быть меньше величины, установленной по закону. Уставный капитал — это юридический капитал. Капитал, которым в действительности располагает юридическое лицо, может быть больше или меньше уставного капитала (в последнем случае это грозит ликвидацией юридического лица по закону).

По правилам уставный капитал имеет любая юридическая организация. Сущность акционерного общества как юридической организации состоит в том, его уставный капитал в форме акции получает внешнюю (рыночную) форму существования, обособленную от него. Уставный капитал акционерного общества как бы раздваивается на уставный капитал, имеющийся в этом обществе, и на акции, существующие вне данного юридического лица или обращающиеся на рынке, но которые представляют по-прежнему все тот же уставный капитал.

Акция есть юридическая форма существования уставного капитала акционерного общества вне его, т. е. на рынке, или, выражаясь иначе, акция — просто фиктивный уставный капитал. Эта ее фиктивность состоит в том, что акция лишь *по определению*, или *идеально*, есть часть уставного капитал, но «физически», или по своей материальной форме существования, она совершенно не является уставным капиталом, а представляет собой самостоятельную или абсолютно другую материальную форму его существования.

На практике размещаемая акция продается только по рыночной цене, которая в нормальном случае превышает ее номинальную стоимость. Поэтому в результате эмиссии акций акционерное общество формирует («наполняет») не только свой уставный капитал, но получает в свое распоряжение еще и дополнительный капитал в виде превышения цены размещения акции над ее номинальной стоимостью. Количественно уставный и дополнительный

капиталы образуют собственный капитал акционерного общества, который в дальнейшем увеличивается и за счет реинвестируемой части производимой им прибыли.

Однако в качественном отношении все обстоит совсем по-другому. Уставный капитал есть юридический капитал, который был сформирован, как только акции были размещены на рынке, независимо от реального поступления оплаты за них. Только собственный капитал акционерного общества есть капитал, который был отчужден инвесторами (акционерами). Его количественное (бухгалтерское) деление на уставный и дополнительный капитал лишь затушевывает принципиальное различие между ним как функциональным и уставным капиталом как чисто юридическим капиталом. В конце концов, даже если организация полностью истратит свой собственный капитал, она не лишится при этом своего уставного капитала, ибо он не есть тот капитал, который можно истратить. Уставный капитал есть юридический, т. е. абстрактный, капитал на рынке, а не капитал, который увеличивается или уменьшается в результате проведения любой рыночной операции. Пока есть юридическое лицо, существует и его уставный капитал.

Получается, что когда акция, как внешняя (рыночная) форма существования уставного капитала, выступает инструментом отчуждения капитала инвестора в пользу акционерного общества, она уже является не частицей этого уставного (юридического) капитала, а выразителем всего собственного (т. е., как привлеченного от своих акционеров) капитала акционерного общества. В результате акция становится рефлексией (приближенным отражением) всего капитала, принадлежащего акционерному обществу, т. е. фиктивным капиталом как абстрактным капиталом, но уже в экономическом, а не только в юридическом смысле.

Превращение акции из рефлексии только уставного капитала в рефлексию еще и собственного капитала акционерного общества имеет очень важное экономическое последствие. Акция предстает теперь выразителем не просто собственного капитала хозяйственного общества как привлеченного капитала, но поскольку последний есть не юридический, а реально функционирующий капитал, и, следовательно, возрастающий с течением времени капитал, постольку и акция как его особый (т. е. фиктивный) выразитель тоже превращается в самовозрастающий капитал. Акция есть рыночный представитель самовозрастающего капитала. В этом состоит ее экономическое отличие от долговых ценных бумаг, и в этом же состоит и экономическая причина тенденции к бесконечному росту рыночной цены акции с течением времени (при одновре-

мепной относительной неизменности ее **номинальной** стоимости как частицы уставного капитала).

Акция как самостоятельный вид рыночного капитала. В юридическом определении акции упор делается только на то, что она **есть** частица уставного капитала акционерного общества. Но в качестве ценной бумаги акция — это **самостоятельная** рыночная форма, в которой капитал акционерного общества обращается на **рынке**, независимо от процесса его **прибыльного (производительного)** функционирования в данном обществе. По своему определению акция — это часть уставного капитала, но на рынке акция есть совершенно самостоятельный вид капитала, существующий наряду со всеми другими его рыночными формами.

Акционерный капитал — это капитал, который существует на рынке в форме обращающихся на нем акций.

Благодаря акции капитал акционерного общества всегда **существует в двух** формах: в виде того капитала, который занят созданием прибыли (это есть собственный, а не уставный капитал акционерного общества), и того капитала, который в форме акций постоянно находится в сфере обращения. Процессу производства прибыли теперь ничто не угрожает. Собственность на функционирующий капитал акционерного общества может свободно перемещаться от одних участников рынка **к другим**, не затрагивая процесса производства прибыли. В форме акции **собственность на капитал** акционерного общества отделяется от самого **действительного** капитала.

Итак, сущность акции двойственна. Она есть одновременно и часть уставного капитала, но только по определению, идеально, а экономически, или материально, она является самостоятельным видом капитала (акционерным капиталом) на рынке (рис. 3.1).



Рис. 3.1. Сущность акции как капитала

Специфика акции как ценной бумаги. Акция — это вид инвестиционной ценной бумаги, а потому она внешне есть и товарная форма существования части чистого дохода, выплачиваемого ее владельцу, т. е. дивиденда, и самостоятельная форма капитала на рынке — акционерного капитала. В этом смысле акция ничем не отличается от любых других инвестиционных ценных бумаг.

Отличие акции от других видов ценных бумаг коренится в специфике лежащего в ее основе эмиссионного отношения, а еще точнее — в специфике самого эмитента. Обычно в эмиссионном отношении эмитент и инвестор — это два совершенно разных участника рынка. Иное дело в случае акции. Эмитентом акций является акционерное общество, которое представляет собой коллектив акционеров, т. е. тех же самых инвесторов, которые и отчуждают свой капитал в это общество.

Получается новое противоречие. Инвестор отчуждает капитал как бы самому себе и в то же время не самому себе. Поскольку акционерное общество есть коллектив инвесторов, эмитент и инвестор не различаются между собой, а потому никакого отчуждения капитала не происходит. Поскольку эмитент и инвестор все же по определению разные, т. е. обособленные друг от друга участники рынка («юридические лица»), постольку имеет место действительный процесс отчуждения инвестором своего капитала.

Изданного противоречия следует вся специфика акции как ценной бумаги, которая и зафиксирована в приведенном определении акции из Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

Во-первых, поскольку капитал не отчуждается инвестором, то очевидно, что он **продолжает управлять своим** капиталом. Но раз он все же отчуждается, то инвестор не управляет им. Разрешение этого противоречия состоит в том, что акционер управляет своим капиталом, но опосредованно, только через назначение им менеджмента акционерного общества. Отсюда и вытекает важное право акционера — право на участие в управлении акционерным обществом, которое не распространяется на право управления самим капиталом акционерного общества, так как логически это означало бы, что капитал не отчужден другому лицу.

Во-вторых, если капитал не отчуждается от акционера, то не стоит и вопрос об его возврате через какой-то срок времени, как, например, в случае долговой ссуды. А если ничего не отчуждено, то и возвращать нечего. Но поскольку капитал все-таки отчужден, то логично рассматривать его отчуждение как бессрочное, так как оно по определению «неотчужденности» не сопровождается фиксацией срока его возврата в отличие от долговой ссуды, которая

должна вернуться своему исходному владельцу-инвестору через четко зафиксированный промежуток времени.

В-третьих, если капитал не отчужден от инвестора, то последний сам должен постоянно принимать решения о распределении чистого дохода, получаемого в результате функционирования капитала, на ту его часть, которая реинвестируется в процесс производства (функционирования), и на ту его часть, которую он может себе позволить присвоить в качестве владельца капитала без ущерба для последующей рыночной деятельности. Поэтому размер дивиденда, выплачиваемого по акции в нормальном случае, не может быть заранее зафиксирован. Дивиденд по акции есть не плата за ссуду, как это имеет место в случае процентного дохода, а результат принятия управленческого решения по распределению чистого дохода.

Однако поскольку капитал все же отчужден от инвестора, то решение о конкретных размерах дивиденда принимается не самими акционерами, а менеджментом акционерного общества. Акционеры только утверждают это решение, но не могут односторонне изменить его в свою пользу (уменьшить размер дивиденда они могут).

Наконец, в случае ликвидации акционерного общества его акционеры получают лишь остаток капитала после удовлетворения требований кредиторов. Дело в том, что кредиторы — это лица, которые только временно отчуждали капитал, поэтому он им и должен вернуться. Акционеры не отчуждали капитал, а объединяли его, поэтому им ранее отчужденный капитал и не должен возвращаться. Но поскольку объединение их капиталов прекращается, то, что остается, т. е. остаточный капитал, им же, естественно, и возвращается.

Из рассмотренных особенностей акции следуют ее принципиальные практические (юридические) характеристики.

Основные характеристики акции. Акция есть самостоятельный юридический вид ценной бумаги, которому свойственны следующие конкретные характеристики:

- *бессрочность.* Акция не имеет ограничений по сроку своего существования, которые были бы заложены в условиях ее выпуска (эмиссии). Обычно акция прекращает свое существование в двух возможных случаях:
 - 1) когда акционерное общество по каким-то причинам перестает существовать (по решению акционеров, банкротство, реорганизация);
 - 2) когда имеет место процесс обмена акций на акции другого вида данного общества (в случае замены одних акций на

другие) или на акции другого акционерного общества (в случае слияния, присоединения).

Бессрочность акции означает, что:

1) заранее не фиксируется сам размер возвращаемого инвестору капитала, так как он не имеет никакого отношения к отчужденному путем объединения исходному капиталу;

2) заранее не фиксируется и срок его возврата, который растягивается на все время действия условий эмиссионного отношения, т. е. на все время существования акционерного общества.

Таким образом, можно сказать, что, не зная, сколько надо вернуть долга, эмитенту приходится возвращать его «вечно»;

- **эмиссионность.** Акция есть эмиссионная ценная бумага; каждый выпуск акций должен быть зарегистрирован по определенным правилам соответствующим органом государственной регистрации;
- **бездокументарность.** Форма выпуска акции регламентируется Федеральным законом «О рынке ценных бумаг», в котором установлено, что именные ценные бумаги могут выпускаться только в бездокументарной форме (ст. 16). Потенциально, конечно, акция может быть выпущена как в документарной (бумажной), так и в бездокументарной (в виде записей на счетах) формах. Первоначально в истории акционерных обществ она и существовала только в документарной форме. Документарная форма акции была бы наиболее актуальна для закрытых акционерных обществ, число акционеров в которых по закону не должно превышать 50. Однако в закрытых акционерных обществах, созданных в ходе приватизации в России, число акционеров никак не регламентировалось по верхней границе;
- **именная принадлежность.** Форма принадлежности акции — только именная по российскому закону. Все акции РФ выпускаются исключительно в именной форме, предъявительские акции отсутствуют;
- **обязательные реквизиты акции.** Согласно Федеральному закону «О рынке ценных бумаг» любая акция должна иметь обязательные реквизиты, основные из которых следующие:
 - наименование — «акция»;
 - наименование акционерного общества и его юридический адрес;
 - порядковый номер;
 - вид акции;

- номинальная стоимость;
- размер уставного капитала акционерного общества;
- количество выпускаемых акций (в данной эмиссии);
- имя владельца;
- сведения о дивидендах (сроки выплаты, способы выплаты и др.);
- сведения о порядке регистрации;
- подписи и печать эмитента и др.

Права акции, или права акционера. Владелец акции, или акционер, располагает комплексом неотъемлемых, или обязательных, прав, которые установлены законами и которых не может его лишить акционерное общество любым своим решением. К ним относятся следующие наиболее важные безусловные, т. е. определяемые самой собственностью на акцию, и обусловленные, т. е. возникающие при определенных условиях, права:

- **право на дивиденд.** Акционер имеет право на получение части чистой прибыли от деятельности акционерного общества в расчете на каждую акцию. Эта часть чистой прибыли исторически получила название «дивиденд». (Чистая прибыль — это **валовая** прибыль акционерного общества за минусом налогов, уплачиваемых из прибыли в пользу государства.) Размер дивиденда, очевидно, зависит от итогов работы акционерного общества, т. е. от размера полученной им прибыли, и от проводимой им дивидендной политики. В среднем половина чистой прибыли общества идет на выплату дивидендов, а другая — на нужды его самого. Если общество быстро развивается, то доля дивидендов в чистой прибыли обычно невелика или дивиденды на этом временном этапе его развития не выплачивают совсем;
- **право на управление.** Акционер имеет право на участие в управлении акционерным обществом, но только путем участия в работе его общего собрания, а через это он имеет возможность участвовать и в выборе состава всех его органов управления;
- **право на часть имущества.** Речь идет не о функционирующем имуществе (капитале) акционерного общества, а об имуществе, остающемся в случае прекращения его деятельности по каким-либо внутренним или внешним причинам. Только имущество «умершего» акционерного общества возвращается его акционерам пропорционально имеющемуся у каждого из них числу акций. Акционеры не имеют никаких прав на **функционирующее** имущество (капитал) акционер-

ного общества. В экономическом смысле возвращаемое акционеру имущество есть накопленный чистый капитал акционерного общества на момент его ликвидации (правда, в случае банкротства его размеры оставляют желать большего). Его распределение среди акционеров вполне соответствует процессу возврата первоначальной ссуды инвестора, но только возросшей за время работы общества и только безотносительно к конкретному владельцу акции, поскольку ее последний владелец обычно очень далек от ее первоначального собственника;

право свободного распоряжения. Акция может свободно отчуждаться, т. е. менять своего владельца. Ее можно купить, продать, подарить, завещать, отдавать в залог, обменивать на другие вещи и т.п. У акций закрытого акционерного общества есть ограничение на свободную куплю-продажу, состоящее в том, что первоочередное право на их покупку имеют другие его акционеры или оно самое и только в случае отказа последних от приобретения акции акция может быть продана любому внешнему участнику рынка. По этой причине акции закрытых акционерных обществ не могут обращаться на «внешнем» фондовом рынке, покупателями на котором, как правило, являются сторонние инвесторы;

право на преимущественное приобретение новых эмиссий. Акционер данного акционерного общества в случае новой эмиссии акций обладает правом приобрести их пропорционально имеющемуся у него числу акций. В случае, если акционер не воспользовался этим своим правом, новые акции продаются всем желающим на рынке. Необходимость такого права у акционера объясняется потребностью гарантировать уже имеющуюся у него процентную долю в общем количестве акций, если в этом есть его интерес. В противном случае эмиссия новых акций может превратиться в инструмент изменения влияния отдельных акционеров при решении управленческих вопросов;

право на информацию. Акционер вправе получать установленную законом информацию о деятельности акционерного общества. Право на информацию неразрывно связано с правом на управление, так как последнее вообще невозможно без соответствующей информации по характеру и размерам. Данного рода информация доступна не только акционерам, но и всем участникам рынка, которые в этом случае предстают как потенциальные акционеры;

- **видовые (категорийные) права.** Это специфические права акционера, определяемые видом принадлежащей ему акции: обыкновенной или привилегированной (подробнее о них будет сказано при рассмотрении этих видов);
- **обусловленные права.** Это есть дополнительные права акционера по сравнению с рассмотренными выше, которые возникают при следующих условиях:
 - *дополнительные права управленческого характера.* Они возникают в случае аккумуляции соответствующего количества (пакета) акций. Общее правило таково: чем больше пакет акций, тем относительно большими правами и влиянием на акционерное общество располагает акционер;
 - *право требования выкупа акций.* При принятии общим собранием акционеров определенных решений, против которых голосовал конкретный акционер, последний вправе требовать выкупа акционерным собранием всех или части имеющихся у него акций, но в пределах возможностей акционерного общества, устанавливаемых законом;
 - *специфические права.* В уставе акционерного общества могут содержаться какие-то дополнительные права его акционеров, которые не вытекают из требований закона. Наличие или отсутствие такого рода прав есть исключительная прерогатива самого общества.

Обособление собственности на акцию от собственности на имущество акционерного общества. Поскольку акция представляет собой частицу, или долю, в уставном капитале акционерного общества, постольку ее принято называть долевой ценной бумагой, а самого акционера — собственником (совладельцем) данного общества. Однако и любой кредитор акционерного общества, предоставивший ему кредит в форме денежной ссуды или посредством покупки долговой ценной бумаги этого общества, может рассматривать свой кредит как вклад в совокупный капитал общества. Юридическое различие состоит в том, что акционер внес вклад в уставный капитал, а кредитор — в капитал общества, который учитывается в нем как заемный капитал. Настоящее различие между этими формами вложения капитала в акционерное общество состоит в том, что акционер не перестает участвовать в управлении своим отчужденным капиталом, а кредитор лишается прав управлять своим отчужденным капиталом.

Специфика управленческой функции акционера состоит в том, что он управляет своим капиталом не непосредственно, а лишь

опосредованно — через выборы менеджмента акционерного общества. Акционер имеет собственность лишь на принадлежащие ему акции, которые и находятся в его непосредственном управлении. Собственником всего акционерного капитала, или всего его имущества и всех его имущественных прав, является само акционерное общество, непосредственно руководимое назначенным акционерами менеджментом.

Собственность на акции отделена от собственности на имущество акционерного общества. Конкретно это проявляется в следующем:

- акционер не отвечает по любым обязательствам акционерного общества (и наоборот);
- акционер не вправе требовать выкупа акционерным обществом имеющихся у него акций (кроме ситуаций, установленных законом), он может вернуть свой капитал в общем случае только путем купли-продажи акции на фондовом рынке;
- выплата дивидендов на акцию, как правило, не гарантируется условиями их эмиссии, а кроме того, акционеры не могут самостоятельно устанавливать уровень дивиденда. Размер последнего фактически устанавливается советом директоров акционерного общества, т. е. командой его менеджеров, и собрание акционеров не может его повысить, а только либо утвердить в предлагаемом размере, либо уменьшить.

В той мере, в какой акционеры управляют акционерным обществом, они могут считать себя (или являются) его собственниками. В остальном же они есть обычные кредиторы, которые никак не управляют отданным в ссуду капиталом. Непосредственное, или прямое, управление ссудой во всех случаях есть аллогизм, или, иначе говоря, равнозначно отсутствию самого ссудного отношения.

Расщепление (сплит) и консолидация акций. Уставный капитал акционерного общества есть произведение числа акций на их номинальную стоимость (при условии, что все акции имеют одинаковый номинал, в противном случае он есть сумма таких отдельных произведений). При данной величине уставного капитала количество соответствующих ему акций может меняться в зависимости от размера их номинала, и наоборот. Если необходимо увеличить номинал акции, то это потребует сокращения числа акций. Такой процесс называется консолидацией акций.

Консолидация акций — это сокращение числа акций, сопровождаемое пропорциональным увеличением их номинальной стоимости.

Если требуется уменьшить номинал акции, то при данном размере уставного капитала необходимо увеличить количество акций. Такой процесс называется Сплитом, или расщеплением акций.

Расщепление (сшит) акций — это увеличение числа акций, сопровождаемое пропорциональным уменьшением их номинальной стоимости.

Виды акций. По российскому законодательству акции могут быть только двух видов — обыкновенные и привилегированные (рис. 3.2):

- **обыкновенная** — это акция, в составе прав которой имеется право голоса ее владельца на общем собрании акционерного общества;
- **привилегированная** — это акция, владелец которой не имеет права голоса на общем собрании акционеров (кроме особых случаев, установленных законом). Владелец привилегированной акции имеет право на получение фиксированного дивиденда и/или ликвидационной стоимости. Ликвидационная стоимость есть стоимость, выплачиваемая при ликвидации акционерного общества.

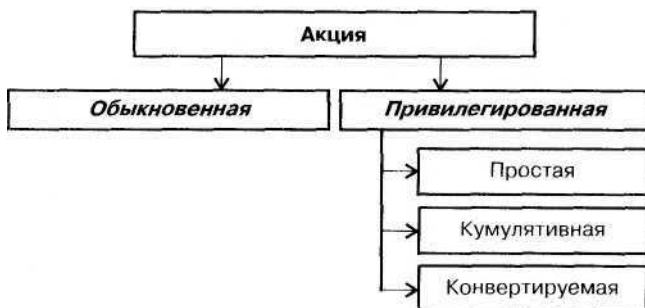


Рис. 3.2. Виды акций по российскому законодательству

Особенности привилегированной акции. Отсутствие права голоса сближает данную акцию с долговой ценной бумагой. Акционерное общество осуществляет выпуск такого рода акций в тех случаях, когда желает увеличить свой капитал в условиях каких-то затруднений с привлечением его в заемных формах, но без расширения круга акционеров, влияющих на процесс принятия **управленческих решений, либо для** решения иных специфических задач. Однако наличие права голоса в установленных законом случаях не позволяет отождествить этот вид акций с долговой ценной бумагой.

Важное ограничение: номинальная стоимость всех размещенных привилегированных акций по российскому законодательству не может превышать 25% от уставного капитала акционерного общества.

Привилегированность данной акции состоит в ее конкретных правах, которые она дает своему владельцу по сравнению с собственниками обыкновенных акций.

Обычно привилегии включают:

- фиксированный размер дивиденда;
- фиксированный размер ликвидационной стоимости;
- первоочередное право на получение дивиденда и ликвидационной стоимости по сравнению с владельцем обыкновенной акции. Если акционерное общество выпускает привилегированные акции с разным набором прав, то оно должно определить очередность выплаты дивидендов и ликвидационной стоимости и между этими типами привилегированных акций.

«Остаточное» право голоса на соответствующем общем собрании акционеров возникает у привилегированных акций в случаях:

- 1) когда решается судьба акционерного общества — при решении вопросов о реорганизации и ликвидации акционерного общества;
- 2) когда общество не выполняет своих обязательств по привилегированным акциям:
 - желает ограничить или изменить права их владельцев путем изменения устава общества;
 - не выполняет обязательств по выплате дивидендов или выплачивает их в неполном размере.

Виды привилегированных акций. Привилегированные акции по российскому законодательству могут быть трех видов (см. рис. 3.2):

- **простые (обычные) привилегированные** — это привилегированные акции, не относящиеся к кумулятивным или конвертируемым;
- **кумулятивные привилегированные** — это привилегированные акции, по которым фиксированный дивиденд может накапливаться за ряд промежутков времени и выплачиваться в сроки, определенные уставом. По таким акциям дивиденд выплачивается раз в два или три года. Выгода акционерного общества состоит в том, что не надо заботиться о текущих выплатах дивидендов, и предназначенная для этих целей часть чистой прибыли временно остается в обороте акционерного общества. Выгода владельца акции потенциально

состоит в том, что получение суммы дивидендов за ряд платежных периодов есть необходимая для него форма накопления дохода с точки зрения размеров, порядка их налогообложения и по другим причинам;

- **конвертируемые привилегированные** — это привилегированные акции, которые на установленных акционерным обществом условиях могут обмениваться (конвертироваться) в обыкновенные акции или привилегированные акции иных типов этого же общества. Необходимость и потребность в выпуске подобного вида акций может возникнуть, если общество, например, желая сделать свои акции более привлекательными на рынке, хочет дать акционерам возможность выбора между акциями с фиксированным и нефиксированным (плавающим) дивидендом.

Размещение и обращение акций. Размещение акций чаще всего есть их продажа на рынке акционерным обществом самостоятельно или через профессиональных рыночных торговцев. Купля-продажа акций при их размещении отсутствует в случае учреждения акционерного общества.

Обращение акций есть их купля-продажа на фондовом рынке, т. е. только между инвесторами. Но в случаях, установленных законом, само акционерное общество может выступать на рынке в качестве покупателя собственных акций. Такие ситуации возникают в случаях приобретения или выкупа своих собственных (ранее размещенных) акций акционерным обществом:

- **приобретение акций акционерным обществом** — это их покупка на рынке по инициативе самого акционерного общества. Приобретение акций разрешается в случае принятия решения об уменьшении уставного капитала акционерного общества на установленную величину или по иным причинам (в случае принятия соответствующего решения). Но в последнем случае номинальная стоимость приобретаемых акций может составить *не более 10%* от номинальной стоимости акций, находящихся в обращении;
- **выкуп акций акционерным обществом** — это их покупка по требованию самих акционеров. Акционерное общество обязано по требованию акционеров выкупить у них акции, но при этом сумма средств, направляемых на выкуп, *не может превышать 10%* стоимости чистых активов общества на дату принятия решения. Выкупа акций могут требовать только акционеры, которые голосовали против или не принимали участия в голосовании по вопросам:

- реорганизации общества;
- совершения крупной сделки (одобрение которой требуется общим собранием);
- изменения устава, приводящего к ограничению их прав.

Купля-продажа акций осуществляется на биржевом или внебиржевом фондовых рынках. Однако деление между указанными рынками в условиях развития электронных форм торговли фактически стирается. На фондовом рынке обращаются акции вместе с другими ценными бумагами, поэтому общие основы этого рынка будут рассмотрены в гл. 4 и 6.

Цена акции. На фондовом рынке у акции имеются только две оценки, являющиеся предметом соглашения:

- **номинальная стоимость акции** — это оценка акции, как предмет эмиссионного соглашения между эмитентом и инвестором;
- **рыночная цена акции** — это оценка акции, как предмет инвестиционного соглашения между инвесторами (в общем случае — между торговцами на рынке).

Номинальная стоимость акции необходима для:

- определения величины уставного капитала акционерного общества, частицу которого она представляет по закону;
- установления (по закону) тех или иных границ, связанных с изменением уставного капитала или обращением акций;
- иных целей, связанных с регулированием деятельности акционерного общества.

Номинальная цена, как и рыночная цена, устанавливается на рынке, но только в форме, скрытой за установленным законом порядком эмиссии, т. е. в форме процесса эмиссионного соглашения между ее эмитентом и другими участниками рынка как потенциальными инвесторами. Номинальная стоимость акции есть как бы предмет идеального (абстрактного) соглашения между эмитентом и инвестором, т. е. соглашения, имеющего место не в самом процессе размещения акций или не непосредственно на самом рынке, а соглашения, которое в абстрактной форме имеет место в процессе подготовки эмиссии, принятия решений об эмиссии акций. Неудачное размещение акций на рынке будет свидетельствовать о том, что эмиссионное соглашение не достигнуто и что, в частности, номинальная стоимость акции определена неверно.

Рыночная цена акции — это цена, по которой она обращается на рынке. Она всегда есть результат непосредственного, а не идеального соглашения между участниками фондового рынка как ее

продавцами и покупателями. **Теоретически ее нижней** границей является номинальная **стоимость акции**. Падение рыночной цены ниже уровня номинала акции делает экономически не нужным существование самого акционерного общества, **так** как его ликвидация позволит вернуть больше, чем **номинальная** стоимость (по закону стоимость чистых активов акционерного общества не должна быть меньше уставного капитала, в **противном** случае оно подлежит обязательной ликвидации). На практике рыночная цена акции может упасть ниже **номинальной стоимости** уже в силу того, что процесс ликвидации акционерного **общества** занимает **существенное** время, за которое его чистые активы **могут окончательно** исчезнуть, что и приведет к обнулению рыночной цены акции.

Для целей других видов рыночной **деятельности** употребляются другие виды оценок, которые носят исключительно **расчетный** характер и не являются предметом **соглашения** между торговыми участникам рынка. Такого рода оценки осуществляются в процессе оценочной деятельности (расчетная рыночная цена), в **бухгалтерском** учете (**бухгалтерская**, или балансовая, **стоимость** акции), при **ликвидации** компании (ликвидационная стоимость акции) и т.д. (рис. 3.3).

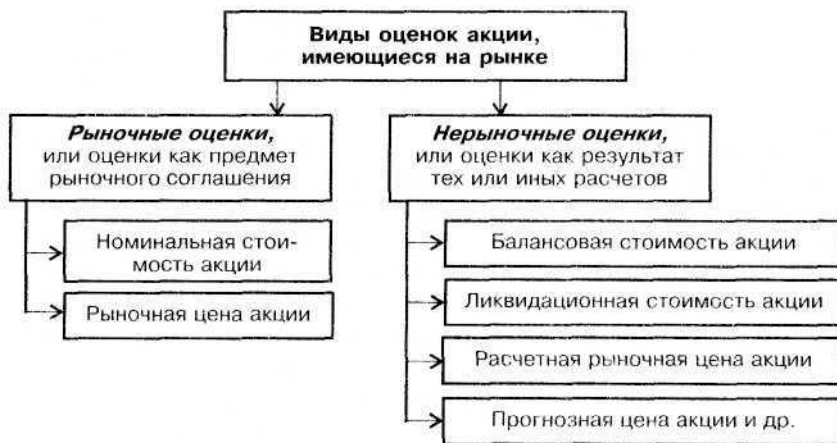


Рис. 3.3. Виды оценок акции

По закону имеются некоторые особенности ценообразования в случае, когда акция только выпускается (эмитируется) **на** рынок, т. е. когда она продается ее эмитентом другим участникам рынка. В этом случае возможны два варианта:

1) при первичной эмиссии акций (т. е. когда происходит формирование уставного капитала как суммы номинальных стоимостей акций):

- распределение акций при учреждении акционерного общества среди его учредителей осуществляется только по их номинальной стоимости;
- продажа акций эмитентом может происходить только по цене, которая не ниже ее номинальной стоимости;

2) при последующих эмиссиях акций (т. е. когда уже имеется рыночная цена акции, и она обычно существенно превышает номинальную стоимость акции):

- продажа акций эмитентом производится только по рыночной цене;
- продажа акций эмитентом производится по цене ниже рыночной на величину скидки для рыночного посредника, реализующего эти акции по договору с эмитентом на рынке. Размер скидки не может превышать 10% (т. е. сама акция все-таки продается на рынке по рыночной цене, но выручка эмитента будет немного меньше);
- продажа акций эмитентом производится по цене ниже рыночной на величину той же скидки до 10%, но в случае, если покупателем является акционер данного акционерного общества, реализующий свое преимущественное право на приобретение этих акций.

Если акция перепродается на рынке, то это всегда происходит по рыночной цене. Из всех возможных на рынке цен сделок с акциями наиболее признанной рыночной ценой считается *биржевая цена*, называемая еще *биржевой курс* или *биржевая котировка*. Уровень биржевой цены зависит от соотношения рыночного спроса и предложения на данную акцию, за колебаниями которых, как считают рыночные аналитики (теоретики), скрывается некая объективная основа; ее обычно называют *теоретической ценой акции*, или ее «стоимостью», по аналогии с тем, что за рыночной ценой вещественного товара скрывается его стоимость, которая и определяет тенденцию движения этой рыночной цены. Различные подходы к определению теоретической цены («стоимости») акции называются моделями ее рыночной цены.

Основные модели цены акции. Существует ряд математических моделей, основывающихся на разных подходах по количественной оценке рыночной цены акции, в которых в разных вариациях всегда отражается качественное понимание цены акции как ры-

ночной формы существования (капитализации) выплачиваемого по ней дохода.

а) Модель капитализации чистого дохода по акции в форме дивиденда

Теоретическая цена акции в данной модели есть сумма дисконтированных дивидендов, выплачиваемых за бесконечное число лет:

$$C_a = \sum [D_t / (1 + r)^t], \quad (3.1)$$

где C_a — теоретическая цена акции в текущий момент времени;
 D_t — дивиденд по акции в будущем t -ом периоде (в абсолютном выражении);
 r — безрисковая процентная ставка (в долях).

Если предположить, что по акции будет выплачиваться примерно одинаковый дивиденд каждый год (период), как это, например, имеет место в привилегированных акциях с фиксированным дивидендом, то формула (3.1) сильно упрощается:

$$C_a = D / r \quad (3.2)$$

где D — одинаковый размер дивиденда, выплачиваемого по акции на протяжении многих будущих лет.

Если по акции выплачивается дивиденд, размер которого возрастает ежегодно на один и тот же небольшой процент, то формула (3.1) принимает вид:

$$C_a = D_1 / (r - g), \quad (3.3)$$

где D_1 — дивиденд, выплачиваемый в первом периоде;
 g — ежегодный прирост дивиденда (при условии, что $r > g$), доли.

В некотором роде сданным подходом к определению цены акции на основе размера дивиденда связан и тот факт, что наиболее распространенный период выплаты дивидендов по акциям составляет всего 3 месяца. В противном случае рынку было бы еще сложнее прогнозировать уровень дивиденда на более длительный срок.

У данной модели имеются следующие основные проблемы:

- достоверность прогнозирования размера дивиденда, который на самом деле никогда не остается одинаковым, и более-менее достоверно о его будущих размерах можно только гово-

речь на сравнительно небольшой промежуток времени, обычно исчисляемый месяцами;

- формальная невозможность расчета цены в случае, если акционерное общество проводит политику невыплаты дивиденда, т. е. числитель в данной модели как бы отсутствует совсем, если говорить о ранее «выплаченных» дивидендах;
- формально не учитывается спекулятивный доход по акции в виде разницы в ее рыночных ценах во времени.

б) Модель оценки капитальных активов (модель CAPM)

Согласно имеющейся теории при оценке акций как долгосрочных активов необходимо учитывать индивидуальный недиверсифицируемый (т. е. неунничтожаемый) риск, которым обладает акция. Такого рода оценка имеет следующий вид:

$$r_a = r + \beta (r_p - r), \quad (3.4)$$

где r_a - ожидаемая рыночная доходность акции;

r - безрисковая ставка доходности;

r_p - ожидаемая доходность рыночного портфеля;

β - коэффициент бета, относительный измеритель рыночного риска; $\beta = \sigma_{ap} / \sigma_p^2$, где σ_{ap} - ковариация между доходностью акции и доходностью рыночного портфеля, σ_p - стандартное отклонение доходности, или риск рыночного портфеля акций (стандартное отклонение в квадрате есть дисперсия).

Из формулы (3.4) следует, что ожидаемая премия (надбавка) за риск акции к безрисковой ставке доходности, т. е. $r_a - r$, равна ожидаемой премии (надбавке) за риск всего рыночного портфеля акций, скорректированной на коэффициент β .

в) Факторная модель цены акции в теории арбитражно-го ценообразования

В данной теории ожидаемая доходность акции зависит от целого ряда макроэкономических факторов или, иначе, от риска изменения сразу многих выбранных факторов:

$$r_a = r + b_1 (R_1 - r) + b_2 (R_2 - r) + \dots, \quad (3.5)$$

где R_i - ожидаемый темп прироста i -го макроэкономического фактора;

h — чувствительность акции к i -*ю* макроэкономическому фактору, или факторный риск, который определяется по формуле, аналогичной расчету коэффициента бета, только в знаменателе указывается дисперсия соответствующего фактора.

Рассчитанные по приведенным моделям доходности акции служат **не для последующего определения теоретической цены акции**, а для принятия инвестиционных решений **в отношении той** или иной акции. В моделях, основанных на учете риска по акции, проблема ее теоретической цены **отодвигается** как **бы** в сторону, а на первый план выходит [доходность акции в увязке с ее риском. Дело в том, что инвестора, строго говоря, интересует не сама цена акции как таковая, а доход по ней. Именно на основе сравнения теоретической и фактической доходности акции и принимаются **соответствующие** инвестиционные решения более-менее долгосрочного плана. Если же участник рынка совершает краткосрочные (или спекулятивные) операции с акциями, то в пом случае никакие подобного рода модели цены акции ему не нужны. Вместо них он использует **обработанную** теми или иными **статистическими** методами имеющуюся историческую информации о цене акции в увязке с иной рыночной информацией.

В случае ликвидации акционерного общества его акционеры **получают лишь** остаток капитала после удовлетворения требований кредиторов.

Проблемы прогнозирования количественной оценки рыночной цены акции. Количественная оценка будущей рыночной цены акции связана с двумя проблемами:

- проблемой метода;
- проблемой информации.

Проблема метода заключается в выборе **математической** модели расчета цены акции. Поскольку акция не имеет собственной стоимости, а является представителем **фиктивной**, или будущей, стоимости, постольку и число используемых **моделей** и методов не может **быть ничем** ограничено в силу **неопределенное** ги самую объекта прогнозирования. **В3 качественном** смысле следует подчеркнуть, что если речь идет о формализации цены акции в абсолютном **выражении**, то любые **модели должны** основываться на отражении процесса капитализации, но только не дивидендного дохода, присваиваемого инвестором, как **это обычно** принято, а всего чистой дохода, создаваемого собственным капиталом **акционерного общества**. Например, процентному доходу соответствует заемный **капитал**, а **потому** капитализация **процентного дохода** дает возможность оценить **соответствующий** ему размер заемного ка-

питала. В свою очередь, дивидендный доход есть лишь часть чистого дохода, создаваемого собственным капиталом. Капитализация дивидендного дохода означает попытку по части чистого дохода определить (капитализировать) всю величину будущего собственного капитала акционерного общества. Существование рыночной цены акции в условиях, когда отсутствуют дивидендные выплаты, наглядно подтверждает, что на самом деле рынком капитализируется вовсе не дивиденд, а просто чистый доход акционерного общества.

Проблема информации заключается в том, что будущая цена акции мало поддается формализации потому, что независимо от используемых моделей прогнозирования любая необходимая для этих целей информация сама есть неизвестная величина, поскольку это должна быть информация о будущем или из будущего, т. е. то, что никогда достоверно не известно в текущий момент времени.

Тот факт, что, несмотря на указанные проблемы, рыночная цена акции все-таки существует, означает только то, что цена акции в той мере, в какой она превышает величину эквивалентную собственному капиталу акционерного общества, есть совершенно случайная величина.

Тенденция к росту рыночной цены акции. Если условно объединить все акционерные общества в одно-единственное акционерное общество, а все их акции в одну акцию, то цена такой акции есть по определению капитализация всего чистого дохода данного акционерного общества. Ее величина зависит прямо пропорционально от величины этого чистого дохода и обратно пропорционально — от уровня рыночного процента. В силу закона роста общественного капитала величина чистого дохода имеет тенденцию к росту. Не будь такой тенденции, капитал давно бы исчез. В свою очередь, во-первых, размер рыночного процента всегда ограничен размером прибыльности капитала, или относительной величиной чистого дохода, а во-вторых, с ростом капитала его прибыльность имеет тенденцию к снижению, следовательно, и размер процента тоже имеет тенденцию к снижению. В результате капитализация чистого дохода, а потому и рыночная цена акции имеет историческую тенденцию к росту. Эта тенденция и находит свое выражение в общепринятом сводном росте рыночных цен акций на фондовом рынке.

3.1.2. Опцион эмитента на акцию (фондовый варрант)

Определение. В соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» **опцион эмитента** — это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на покупку в предусмотренный в ней срок и/или при наступлении указанных в ней обстоятельств определенного количества акций эмитента такого опциона по цене, определенной в опционе эмитента.

В мировой практике аналогом российского опциона эмитента на акцию являются фондовый варрант и подписное право, содержание которых аналогично содержанию опциона эмитента. Понятие «опцион» означает наличие права его владельца на покупку акции на заранее установленных условиях, оно характеризуется возможностью выбора выгодного для него момента реализации этого права. В этом смысле название «опцион эмитента» совершенно не логично, так как название «опцион эмитента» дословно означает право выбора у эмитента, а вовсе не у инвестора. Право выбора по эмиссионному опциону имеет его владелец, т. е. инвестор, а не сам эмитент. Думается, что точнее было бы назвать данную ценную бумагу без упоминания эмитента, например, просто «эмиссионный опцион». Однако на рынке могут заключаться опционные сделки на акции между самими участниками рынка (инвесторами, спекулянтами), которые тоже предоставляют права выбора инвестора в отношении покупки (или продажи) акции, но уже у другого, нежели эмитент, участника (другому участнику) рынка, который продал такое право, или «опцион», инвестору.

Основные характеристики. Опцион эмитента представляет собой ценную бумагу:

- эмиссионную;
- именную;
- бездокументарную (как следствие того, что он относится к именным эмиссионным ценным бумагам);
- срочную или без установленного срока обращения;
- вторичную — все права данной ценной бумаги сводятся к праву ее владельца на акцию.

Опцион эмитента, как и всякая вторичная ценная бумага, не имеет собственного номинала, так как не представляет собой отчужденный капитал. Но условно в качестве его номинала может учитываться то количество акций, права на которые он выражает.

Ограничение. По российскому законодательству опционы эмитента могут быть выпущены в количестве не более чем на 5% соответствующего типа размещенных эмитентом акций. В этом смыс-

ле они, например, не могут быть использованы для организации льготной подписки акционеров на большее чем 5% акций.

Цена размещения опционов эмитента не может быть меньше номинальной стоимости акций, в которые они конвертируются.

Оплата таких опционов совершается только деньгами.

Фондовый варрант. Использование опционов эмитента (из-за отсутствия значимой российской практики) рассмотрим на примере их зарубежного аналога — фондовых варрантов, которые очень распространены на мировом фондовом рынке. Последние, правда, могут представлять собой опционы не только на акции, но и на облигации, поскольку для их содержания вид исходной ценной бумаги совершенно безразличен.

Фондовый варрант — это ценная бумага, которая дает ее владельцу право на покупку определенного числа акций (в общем случае и других видов ценных бумаг) какой-либо компании в течение установленного периода времени по фиксированной цене (цене исполнения).

Условия выпуска. Условия, на которых выпускается варрант на акции, по сути, могут быть любыми (не противоречащими законодательству), лишь бы они удовлетворяли соответствующие интересы участников рынка и самого эмитента.

Обычно срок существования фондового варранта составляет не менее 10—20 лет или вообще неограничен.

Цена акции, или цена исполнения, фиксируется в варранте обычно на уровне, превышающем текущий рыночный курс акции компании на 15—20%, чтобы владелец варранта не мог им воспользоваться сразу же. Уровень данного превышения зависит от того, как эмитент оценивает перспективы роста курса своих акций, и от тех целей, которых он желает достичь посредством эмиссии варрантов. Цена исполнения может быть неизменной в течение всего срока его существования, может периодически повышаться, например каждые 5 лет, на заданный процент или фиксироваться любым иным способом.

Обращение. Фондовый варрант продается и покупается на фондовом рынке, точно так же, как и любая другая эмиссионная ценная бумага. Если акции компании обращаются на фондовой бирже, то и ее варранты на акции тоже обращаются на бирже.

Текущая рыночная цена варранта зависит, с одной стороны, от существующей на каждый момент времени разницы между рыночной ценой акции и ценой, зафиксированной в варранте, а с другой — от времени, остающегося до истечения срока действия варранта,

или от перспектив и ожиданий **относительно динамики** рыночной цены исходной акции в будущем.

Теоретическая цена варранта определяется на основе модели Блэка—Шоулза и других моделей, используемых для расчета цены опциона или его премии.

В ряде случаев фондовые варранты по условиям их выпуска могут погашаться и самой компанией без обмена на акции, например путем выкупа у владельцев и т.п.

Во всех случаях выпуск фондовых варрантов осуществляется под акции, которые еще только предполагается выпустить в обращение, в течение всего срока обращения (существования) этих варрантов данные акции отсутствуют на рынке, и их появление происходит лишь по мере обмена варрантов на акции.

Применение. Интерес фондового варранта для инвестора (его владельца) состоит по крайней мере в следующих возможностях:

- приобрести в будущем акцию данного эмитента по фиксированной цене, а не по будущей рыночной цене, которая часто оказывается выше, чем цена, заложенная в варранте;
- получить прибыль в виде положительной разницы между будущей рыночной ценой акций и ее ценой, зафиксированной в варранте. Владелец варранта в устраивающий его момент времени, с точки зрения уровня рыночной цены на акцию предъявляет его акционерному обществу, покупает установленное в нем количество акций по цене, фиксированной в варранте, т. е. по цене исполнения, и затем продает купленные акции по более высокой рыночной цене;
- продать варрант (до окончания срока его действия) на фондовом рынке по устраивающей владельца цене. Дело в том, что в ряде случаев варранты выпускаются компанией в качестве бесплатного приложения при продаже ею своих привилегированных акций или облигаций, что делает последние более привлекательными для рынка, чем их самостоятельный выпуск. Но даже если варрант и был первоначально куплен у компании по какой-то цене, с течением времени его собственная цена будет возрастать, если на рынке происходит рост цен на акции компании. Поэтому спекулятивная прибыль может иметь место не только в случае перепродажи самой акции, купленной по варранту, но и перепродажи самого варранта.

Заинтересованность акционерного общества в выпуске варрантов на свои ценные бумаги может состоять в следующем:

- 1) использовании их в качестве альтернативы иным формам вознаграждения персонала:
 - руководящего состава компании — в целях повышения его заинтересованности в увеличении прибыльности компании и росте рыночной цены ее акций;
 - других работников компании — в целях экономии текущих денежных выплат им в обмен на акции компании в будущем;
- 2) стимулировании интереса инвесторов к ценным бумагам компании;
- 3) возможности продажи необходимого количества своих акций в условиях, когда их непосредственная (прямая) продажа по каким-то причинам затруднена;
- 4) использовании в качестве защиты от недружественного поглощения (захвата) другим участником рынка, поскольку реализация ранее эмитированных warrants приводит к резкому увеличению числа акций, которые должны быть скуплены.

Отличия фондового варранта (опциона эмитента) от биржевого (или небиржевого) опциона. На практике всегда имеет место определенное смешение названий и понятий. Фондовый варрант, или по-русски опцион эмитента, свободно обращается на фондовой бирже и в этом смысле есть биржевой опцион, опцион биржевого рынка. Но понятие биржевого опциона имеется и на фьючерсном рынке, активами которого являются фьючерсные контракты и биржевые опционы.

Отличия фондового варранта, как опциона на акции на фондовом рынке, от биржевого опциона на акции на фьючерсном рынке (или от небиржевого опциона) в своей основе состоят в том, что представляют собой стороны сделки в момент появления опциона на рынке: в случае фондового варранта (опциона эмитента) исходными сторонами сделки являются эмитент и инвестор, а в случае обычного опционного контракта — сами участники рынка без участия эмитента акции. В целом различия сводя гая к следующему:

- варрант есть ценная бумага, которая эмитируется (выпускается) компанией, а биржевой опцион — это срочный контракт, заключаемый на фьючерсной бирже (небиржевой опцион заключается вне биржи);
- количество warrants всегда ограничено размерами предстоящей эмиссии акции, а количество заключенных опционных сделок определяется потребностями только самого рынка;

- варранты выпускаются на длительные сроки, а биржевой (или небиржевой) опционный контракт — это обычно краткосрочный контракт;
- выпуск варрантов означает, что величина уставного капитала компании будет возрастать по мере реализации варрантов их владельцами, а заключение опционных сделок не имеет никакого отношения к капиталу компании;
- варранты обычно выдаются своим первоначальным владельцам бесплатно, а при заключении опционного контракта («покупке» биржевого или небиржевого опциона) покупатель опциона уплачивает за него премию подписчику (продавцу) опциона.

3.1.3. Американские депозитарные расписки на российские акции

Понятие. Национальные акции, как и другие национальные ценные бумаги, с течением времени обязательно выходят за пределы национальных границ. В чистом виде это имеет место, когда иностранные инвесторы получают право покупать их. Но есть и способ опосредованного их приобретения на основе организации выпуска и обращения ценных бумаг-посредников. Например, когда иностранный инвестор хочет приобрести акции компании, расположенной в другой стране, но ему это не разрешается по законодательству данной страны, такая возможность может быть предоставлена ему в случае выпуска указанных депозитарных расписок на акции иностранного эмитента.

Американская депозитарная расписка — это американская ценная бумага, свидетельствующая о владении определенным количеством акций иностранной компании, депонированных в стране нахождения этой компании, выпуск которой осуществляется в США, а обращение — как в США, так и в других странах.

В экономической литературе встречаются и другие переводы названия депозитарной расписки — «депозитарное свидетельство», «депозитарная квитанция».

Депозитарные расписки выпускаются на основе специального законодательства. Такое законодательство может быть в любой заинтересованной в этих бумагах стране. Если депозитарные расписки выпускаются на основе законодательства США, то они называются американскими депозитарными расписками (АДР или *ADR*).

Американская депозитарная расписка есть форма непрямого (опосредованного) владения акциями иностранной (для американских инвесторов) компании.

Основные характеристики. Американская депозитарная расписка по своим характеристикам фактически копирует характеристики акции, поскольку основывается на ней. АДР относится к классу вторичных ценных бумаг и является:

- бессрочной;
- именной;
- обычно документарной;
- эмиссионной;
- долевой;
- доходной.

В качестве ее номинала принимается количество акций, на которые она предоставляет права.

Виды АДР. В зависимости от инициатора выпуска АДР подразделяются (рис. 3.4) на:

- **неспонсируемые АДР** — это депозитарные расписки, которые выпускаются по инициативе отдельных акционеров компании. Последние несут все расходы, связанные с их выпуском. Данного вида расписки имеют облегченную процедуру регистрации (выпуска), но не имеют права обращаться на американских биржах. Это делает их менее привлекательными для участников рынка;

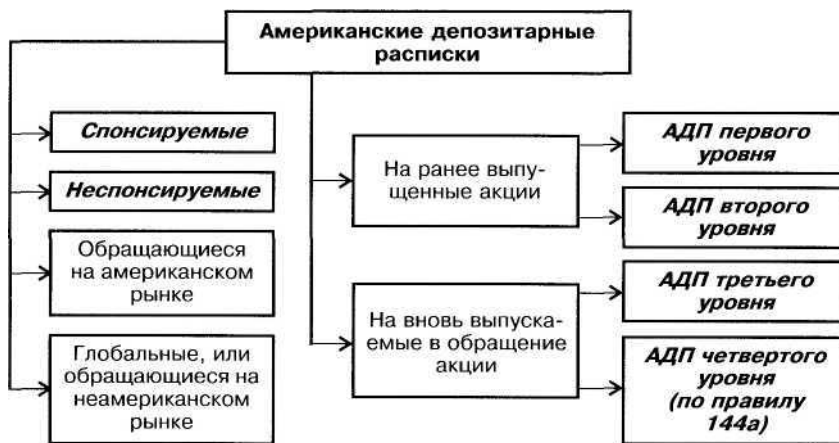


Рис. 3.4. Виды американских депозитарных расписок

спонсируемые АДР — это депозитарные расписки, которые выпускаются по инициативе самой компании. Последняя в этом случае имеет право заключить договор на их выпуск лишь с одним американским банком (из числа тех, кому такое пра-

но предоставлено), и все затраты, возникающие в этом случае, несет сама компания согласно заключенному договору.

Виды спонсируемых АДР. Спонсируемые АДР могут быть разделены на две группы в зависимости от вида акций, на которые они выпускаются: на ранее выпущенные акции или на вновь выпускаемые компанией акции. Каждая из указанных групп в свою очередь делится на два подвида расписок в зависимости от формы их размещения — частное или публичное. Частное размещение — это право торговли только на неорганизованном рынке, публичное — это право торговли на организованном фондовом рынке США, или право на публичные котировки.

Спонсируемые депозитарные расписки условно подразделяются на четыре категории.

- **АДР первого уровня (АДР-1).** У них есть два признака:
 - АДР на ранее выпущенные акции;
 - АДР, которые не могут обращаться на американских биржах.

АДР-1 имеют облегченную процедуру регистрации в США, и для них не требуется приведения бухгалтерской отчетности российской компании к американским бухгалтерским стандартам. Но поскольку в этом случае «прозрачность» финансовой отчетности российской компании для американского фондового рынка резко снижается, постольку законодатель лишает эти бумаги статуса публично обращающихся ценных бумаг на американском фондовом рынке.

- **АДР второго уровня (АДР-2).** Их признаки:
 - АДР на ранее выпущенные компанией в обращение акции;
 - АДР, которые могут обращаться на американских биржах.

АДР-2 имеют полноценную процедуру регистрации на фондовом рынке США, их выпуск предполагает полное соответствие бухгалтерской отчетности российской компании требованиям американских бухгалтерских стандартов, что означает полную «прозрачность» компании для американского рынка. Поэтому АДР-2 имеют право обращаться на любых сегментах американского фондового рынка.

- **АДР третьего уровня (АДР-3).** Их признаки:
 - АДР на вновь выпущенные компанией в обращение акции;
 - АДР, которые могут обращаться на американских биржах.

АДР-3 полностью идентичны АДР-2 по порядку выпуска и рынку обращения. Они регистрируются по полной программе, обязательным является требование предоставления бухгалтерской отчетности российской компании по американским стандартами

потому допускаются к обращению на публичном (биржевом) рынке.

- **АДР четвертого уровня** (АДР-4). Они появились в законодательстве США позже, чем первые три уровня АДР, поэтому получили юридическое название на американском рынке как АДР, выпускаемые в соответствии с «Правилom 144a».

Если, как нетрудно заметить, с организационной стороны АДР-3 естествополный аналог АДР-2, то примерно то же самое можно сказать и относительно АДР-4, которые аналогичны АДР-1, с точки зрения требований к документации и вида рынка, где им разрешено обращаться. Однако все же АДР-4 имеют более солидный рынок для своего обращения. Дело в том, что по условиям их выпуска покупателями АДР-4 могут быть только так называемые квалифицированные институциональные инвесторы, к которым относятся американские компании, располагающие фондовым портфелем (ценными бумагами) в размере 100 млн долл. и более. (Таких компаний насчитывается в США несколько тысяч.) Эти компании могут торговать между собой данным видом АДР на особом рынке, который называется системой электронной торговли ПОРТАЛ. Последняя представляет собой составную часть функционирующей в США национальной системы электронной торговли НАСДАК.

Порядок выпуска. На практике выпуск американских депозитарных расписок на российские акции есть сложный, длительный и дорогостоящий процесс. В самом общем виде он сводится к двум группам действий:

- 1) **действия в России** — американский банк-посредник (например, известный *The Bank of New-York*) депонирует в нашей стране на имя своего филиала определенное количество акций российской компании, которые он не имеет права продавать на российском фондовом рынке (т. е. данные акции как бы изымаются из внутреннего оборота). Эти акции хранятся в России в качестве основы (залога) для выпуска американских депозитарных расписок, будучи зарегистрированными на имя данного банка, который в этом случае называется «депозитарным» банком;
- 2) **действия в США** — указанный банк в своей стране осуществляет выпуск эквивалентного количества депозитарных расписок на российские акции с соблюдением установленных правил (законов) американского фондового рынка. Депозитарный банк в США становится эмитентом этих расписок.

Имеются три лидера в области оказания депозитарных услуг и обслуживания программ выпуска АДР — это американские банки *The Bank of New-York* (на него приходится до 50% данного рынка услуг), *Morgan Guaranty* и *Citibank* (оба банка охватывают до 25% рынка каждый).

В обязанности депозитарного банка входит предоставление американским инвесторам информации о российском эмитенте, которую последний обязан предоставлять всем своим акционерам.

Причины выпуска. В последние годы на фондовых рынках мира обращается свыше тысячи депозитарных расписок эмитентов из более чем 50 стран, включая и Россию. Общая стоимость депозитарных расписок, обращающихся только на фондовом рынке США, оценивается в сотни миллиардов долларов. Особенно интенсивно используют возможности выпуска депозитарных расписок страны Третьего мира, в первую очередь эмитенты из латиноамериканских стран.

С позиций эмитента акций, на которые выпущены депозитарные расписки, преимущества последних состоят в:

- расширении состава потенциальных инвесторов за счет иностранных юридических и физических лиц;
- привлечении иностранного капитала в компанию на условиях собственных средств;
- повышении имиджа компании, ее известности не только в своей собственной стране, но и среди инвесторов всего мира.

Депозитарные расписки привлекательны для иностранных инвесторов следующим:

- допуском к торговле акциями иностранных эмитентов без их непосредственной купли-продажи и тем самым преодолением правовых ограничений на непосредственное их владение иностранцами;
- более высоким уровнем доходности депозитарных расписок, чем у акций американских компаний;
- минимизацией валютного риска по сравнению с прямой куплей-продажей российских акций, в том числе отпадает необходимость самостоятельной конвертации получаемых дивидендов и связанного с этим валютного риска;
- возможностью выхода на российский рынок при отсутствии достаточных знаний о нем и самой стране (особенностей, традиций, налогообложения и т.п.);
- лучшими условиями получения информации о деятельности эмитента акций.

Обращение. Упрощенно торговлю в США акциями российского эмитента через АДР можно представить следующим образом. Американский инвестор делает заказ своему брокеру на покупку определенного количества АДР. Брокер приобретает их на вторичном рынке США, и сделка регистрируется депозитарием банка-эмитента этих депозитарных расписок. В случае отсутствия предложения на продажу АДР либо завышения цены предложения на американском рынке американский брокер может связаться с коллегой в России и сделать заказ на покупку по устраивающей его цене. (Все эти действия совершаются только в пределах разрешенного к выпуску количества депозитарных расписок.) Российский брокер приобретает нужное количество акций на российском рынке. Эти акции должным образом регистрируются на имя филиала американского депозитарного банка (как номинального держателя российских акций). Филиал американского банка информирует свой центральный офис в США о том, что требуемые акции задепонированы. После этого американский банк выпускает дополнительное количество депозитарных расписок на эти акции и передает их американскому брокеру, а тот осуществляет их оплату и регистрирует на имя своего клиента.

Продажа АДР американским инвестором происходит в обратном порядке. По его поручению брокер пытается продать их на внутреннем рынке США. Заключенная сделка оформляется в установленном порядке: инвестор получает свои деньги, а депозитарные расписки перерегистрируются на нового американского владельца. Если брокер не может продать АДР на американском рынке, то он может попытаться сделать это на российском рынке путем обращения к российскому брокеру, который ищет покупателя в России. Если такой найден, то депозитарный банк в США аннулирует нужное количество выпущенных им АДР, а в России соответствующее количество акций списывается со счета филиала американского банка как номинального держателя, и эти акции переоформляются в российском реестре акционеров на нового владельца.

Что касается обращения АДР на внутреннем рынке США, то оплата инвесторами необходимых комиссионных расходов производится в пределах, существующих на рынке. Если же операция с АДР затрагивает российский рынок, то, естественно, состав и величина этих комиссионных расходов существенно расширяются, поскольку в операцию вовлекаются новые посредники.

Глобальные АДР. Американские депозитарные расписки всех указанных четырех уровней в той или иной мере обращаются на

фондовом рынке США. Однако по так называемому «**Правилу 5**» они могут! обращаться и на фондовых рынках (биржах) других стран. Такие депозитарные расписки называются глобальными депозитарными записками (**ГДР— GDR**).

Глобальная депозитарная расписка — это американская **депозитарная** расписка, которая обращается на мировом фондовом рынке.

Используя «**Правило 5**», российские компании (как, впрочем, и любые другие иностранные участники **программы** выпуска АДР), приобретая для своих депозитарных расписок самый низший статус АДР- 1, который не **позволяет** им обращаться **на** фондовых биржах США, получают возможность торговать ими на европейских фондовых биржах, т. е. иметь обычные (нормальные) публичные, а не только частные котировки.

Число российских компаний, которые выпустили те или иные виды американских депозитарных расписок, исчисляется несколькими десятками, и все эти АДР **представлены** на ведущих европейских биржах.

Цена АДР- Теоретическая цена депозитарной расписки определяется по следующей формуле:

$$C_{\text{ДР}} = n C_{\text{а}} / K, \quad (3.6)$$

где $C_{\text{др}}$ — **цена АДР за 1 шт.**, долл.;

$C_{\text{а}}$ — рыночная цена российской **акции на** российском рынке за 1 шт., руб.;

n — количество российских акций, входящих **в пакет 1 АДР** (например, 1 АДР = 100 акций или **1 АДР = 0,5 российской** акции);

K — курс рубля к доллару (например, 30 руб. **за 1 долл.**).

Рыночная цена депозитарной расписки может отклоняться от указанной ее теоретической цены по самым разным причинам, отражающимся в несовпадении спроса и предложения на нее.

3.1.4. Подписное право на акцию

Понятие. Акционеры, как правило, имеют! право на первоочередное приобретение новых выпусков акций своей компании. В условиях, когда их количество исчисляется десятками или сотнями тысяч (или более), реализация этого права с помощью выпуска специальной ценной бумаги представляется часто самым удобным механизмом его выполнения как для акционеров, **так** и для акционерного **общества**.

Подписное право — это ценная бумага, которая дает право акционерам компании подписаться на определенное количество вновь выпускаемых акций данной компании по установленной цене подписки в течение установленного срока.

Подписное право пока не существует как российский вид ценной бумаги, но оно вполне может быть реализовано в форме выпуска российского опциона эмитента.

По своей конструкции подписное право очень похоже на фондовый варрант, но отличается от последнего своей целевой направленностью. Оно есть не право на покупку акции в будущем, а право на покупку нового текущего выпуска акций, размещаемого на рынке.

Условия выпуска. Подписное право дает возможность его владельцу приобрести акцию компании до начала общей подписки (для всех желающих), т. е. в течение периода «льготной» подписки и по льготной цене, которая несколько ниже, чем текущая рыночная цена акции компании.

Акционер получает право на подписку по льготной цене пропорционально имеющемуся у него количеству акций. Количество акций, на которое он может подписаться, рассчитывает по формуле

$$K_{\text{н}} = K_{\text{а}} n / K, \quad (3.7)$$

где $K_{\text{н}}$ — количество новых акций, на которое имеет право подписаться акционер;

n — общее количество вновь размещаемых акций;

$K_{\text{а}}$ — количество ранее размещенных акций, имеющихся у акционера, которое приравнивается к количеству полагающихся ему подписных прав;

K — общее количество ранее размещенных акций, или общее количество подписных прав.

Например, количество ранее размещенных акций $K = 1$ млн шт. и 1 акция дает право на 1 подписное право. Вновь размещается (л) 100 тыс. акций, следовательно, 10 подписных прав дают возможность купить 1 новую акцию. У акционера имеется 100 ранее размещенных акций компании ($K_{\text{а}}$), что соответствует наличию у него 100 подписных прав. Это дает ему право на получение от компании 10 новых акций (100 прав: 10 прав).

Порядок выпуска. Выпуску подписных прав предшествует процедура эмиссии новых акций, на которые и будут обмениваться подписные права. Последние рассылаются акционерам компании или доводятся до них в ином установленном порядке.

Если акционер желает воспользоваться своим правом льготной подписки, то он перечисляет в компанию или уполномоченному ею участнику рынка требуемую сумму денег в уплату за акции до даты начала общей подписки. Если акционер не желает воспользоваться своим правом, то он может его свободно продать на фондовом рынке.

Период льготной подписки длится обычно две-три недели, в течение которых можно либо реализовать подписное право самостоятельно, либо продать его на рынке. После окончания данного периода подписное право утрачивает свои права и не может быть продано.

Цена подписного права. Она рассчитывается по-разному:

а) в период распространения подписных прав. В течение этого времени владельцы и новые покупатели находящихся в обращении ранее размещенных акций компании имеют право на получение подписных прав. В этом случае рыночная цена акции, естественно, включает и цену подписного права, которая определяется по формуле

$$C_n = (C_p - C_0) / (n + 1), \quad (3.8)$$

где C_n — стоимость подписного права;
 C — рыночная цена акции;
 C_0 — льготная цена подписки (C_1 обязательно больше C_0);
 n — количество подписных прав, необходимых для покупки одной новой акции компании;

б) после окончания периода получения подписных прав. В этом случае купля-продажа ранее размещенных акций компании уже не дает их новым владельцам права на получение подписных прав, и потому рыночная акция уже не включает стоимость подписных прав, но последние еще обращаются на рынке, так как еще не истек срок подписки на акции:

$$C_n = (C_p - C_0) / n. \quad (3.9)$$

Стоимость самого подписного права, естественно, остается одинаковой и в ситуации «а», и в ситуации «б». Если упростить дело таким образом, что 1 подписное право соответствует 1 новой акции, то в первом периоде его цена равна половине разницы между рыночной и льготной ценами, а во втором случае — цена есть сама эта разница, поскольку рыночная цена уже уменьшилась на цену подписного права.

Отличия от фондового варранта. Основные различия между фондовым варрантом и подписным правом таковы:

- варранты обычно выдаются покупателям новых выпусков привилегированных акций и облигаций, а подписные права — первоначально только акционерам компании;
- варранты выпускаются на длительные сроки, исчисляемые годами, подписные права выпускаются на очень короткие сроки, исчисляемые обычно неделями;
- цена исполнения варранта обязательно превышает рыночную стоимость акции в момент выпуска варранта; цена подписки в подписном праве обязательно ниже текущей рыночной цены акций.

С экономических позиций подписное право логичнее было бы назвать подписным варрантом, или подписным фондовым варрантом. У этих ценных бумаг совершенно одинаковая суть, состоящая в праве покупки акции по фиксированной цене в фиксированные сроки. Их различия сводятся лишь к уровню фиксируемой цены относительно рыночной цены акции и к сроку существования ценной бумаги. Из этих различий проистекает и разный подход к определению их теоретических цен. Поскольку при расчете цены подписного права рыночная цена акции всегда известна, постольку исходная разница в ценах может быть легко определена. Для варранта будущая рыночная цена акции неизвестна и подлежит оценке, поэтому определение его собственной цены представляет собой вероятностный процесс, вариантом которого и являются современные модели опционного ценообразования (они изучаются в других дисциплинах).

3.2. Инвестиционный пай

Определение. В соответствии с Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» (2001) в нашей стране разрешается выпуск ценной бумаги, называемой «инвестиционный пай».

Инвестиционный пай — это именная ценная бумага, удостоверяющая долю ее владельца в праве собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд (ПИФ), право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления паевым инвестиционным фондом, право на получение денежной компенсации при прекращении договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом со всеми владельцами инвестиционных паев этого паевого инвестиционного фонда (прекращение паевого инвестиционного фонда).

Кроме перечисленных в приведенном определении прав, владелец инвестиционного пая имеет дополнительное право в зависимости от типа ПИФа:

- в открытом ПИФе — право требовать от управляющей компании погашения инвестиционного пая и выплаты в связи с этим денежной компенсации, соразмерной приходящейся на него доле в праве общей собственности на имущество, составляющее этот ПИФ влюбой день;
- в интервальном ПИФе — аналогичное право требовать погашения пая, но не реже 1 раза в год в течение срока, определенного правилами доверительного управления этим ПИФом;
- в закрытом ПИФе — аналогичное право требования погашения пая остается лишь в случаях, установленных законом, а в общем случае данное право требования заменяется на право участвовать в общем собрании владельцев ПИФа и право на получение дохода от доверительного управления в соответствии с условиями доверительного управления. (Права владельца закрытого ПИФа, по сути, аналогичны правам владельца акции.)

Основные характеристики. Инвестиционный пай есть ценная бумага, которой присущи следующие основные характеристики:

- именная;
- доверительная ценная бумага. Инвестиционный пай не связан с формированием уставного капитала эмитента. Тем не менее он есть доля в объединенном особым способом имуществе, которое в лице ПИФа не образует юридическое лицо. Хотя инвестиционный пай и представляет собой внешне «долевою» ценную бумагу, поскольку он есть доля в имуществе ПИФа, но в отличие от акции как ценной бумаги, представляющей собой долю в уставном капитале, здесь отсутствует опосредованное участие инвестора в управлении своим капиталом, что характерно для акции. Остается только управление самим паем. Исключение составляет лишь особая форма ПИФа — закрытый ПИФ, владельцы паев которого удостоверяются акционером по набору своих прав, т. е. они избирают доверительного управляющего;
- бездокументарная;
- неэмиссионная; но при этом количество находящихся в обращении инвестиционных паев законодательно не ограничивается. Исключение — закрытый ПИФ, количество паев КОТОрою обязательно фиксируется в соответствующих нормативных документах (проспекте пенной бумаги);

- безноминальная;
- доходная; доход по инвестиционному паю существует исключительно в форме разницы между погашаемой его величиной и стоимостью его покупки у ПИФа. В закрытом ПИФе возможна выплата дохода в форме, аналогичной дивидендному доходу;
- срочная.

Порядок выпуска. Выпуск инвестиционного пая представляет собой присоединение к договору доверительного управления имуществом ПИФа, сопровождаемое, с одной стороны, внесением на счет управляющей компании стоимости пая, а с другой — регистрацией данного лица в качестве владельца инвестиционного пая соответствующего ПИФа.

В период, составляющий не более трех месяцев, когда ПИФ еще только формируется, его паи продаются всем желающим по одинаковой цене, определенной учредителем ПИФа. В этот период владелец пая не может вернуть его обратно в ПИФ.

Выпуск производных (вторичных) ценных бумаг на инвестиционные паи не допускается по закону.

Обращение. Инвестиционные паи свободно обращаются, но по-разному. Вторичный рынок имеет место в основном для инвестиционных паев закрытых ПИФов, владельцы которых имеют возможность продать свой пай только другим участникам рынка, но не самому ПИФу.

Инвестиционные паи открытых и интервальных ПИФов обращаются исходно в пределах отношений между владельцами паев и самими этими ПИФами. Паи данного вида могут быть перепроданы на вторичном рынке, минуя сам ПИФ. Владелец такого пая имеет право погасить его (по сути «продать») только в выпустившем его ПИФе. Инвестиционные паи любых ПИФов могут обращаться на фондовом рынке непосредственно между самими инвесторами, но, чаще всего, обращение инвестиционных паев открытых и интервальных ПИФов принимает форму их купли-продажи у управляющей компании. После окончания периода формирования имущества ПИФа купля-продажа инвестиционных паев осуществляется по расчетной цене пая, которая и выступает аналогом рыночной цены.

Расчетная цена пая. Обычно рыночная цена есть результат соглашения сторон сделки. В случае инвестиционного пая она представляет собой результат установленногзаконем расчета. Однако это не означает ее нерыночного характера, так как сама оценка имущества П ИФа имеет рыночный характер.

Совокупной текущей рыночной оценкой инвестиционных паев является корреспондирующая им рыночная стоимость имущества ПИФа за минусом затрат на его функционирование, или стоимость его чистых активов на любую дату.

Управляющая компания продает инвестиционные паи всем желающим присоединиться к договору доверительного управления имуществом ПИФа по расчетной цене, равной стоимости чистых активов, приходящихся на один пай, но с небольшой наценкой в размере нескольких процентов к цене (не более 5%). Наоборот, выкуп пая управляющей компанией осуществляется по расчетной цене пая на дату выкупа, но опять же с небольшой скидкой с этой цены.

$$C_{\text{п}} = (1 \pm *) A / K, \quad (3.10)$$

где $C_{\text{п}}$ — расчетная цена покупаемого или продаваемого инвестиционного пая;

A — чистые активы ПИФа на день, предшествующий дате сделки;

K — количество инвестиционных паев, находящихся в обращении;

k — размер надбавки, устанавливаемой управляющей компаний к цене продажи пая (с плюсом), или размер скидки с цены при покупке пая (с минусом) (в долях).

3.3. Облигация

Определение. В российском законодательстве имеется несколько определений облигации:

- в ст. 816 ГК РФ: **облигация** — это ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя на получение от лица, выпустившего облигацию, в предусмотренный ею срок номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента. Облигация предоставляет ее держателю также право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации или иные имущественные права;
- в ст. 2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг»: **облигация** — это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение фиксирован-

ного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Доходом по облигации являются процент и/или дисконт;

- в ст. 33 Федерального закона «Об акционерных обществах»: **облигация** удостоверяет право ее владельца требовать погашения облигации (выплату номинальной стоимости или номинальной стоимости и процентов) в установленные сроки.

Как следует из приведенных текстов, второе определение представляет собой уточнение первого в отношении указания на форму выпуска облигации — путем эмиссии и на виды дохода по облигации — процент и дисконт, а третье может рассматриваться просто как краткое определение облигации.

С содержательной стороны облигация — мобильная, или ликвидная, или передаваемая, или рыночная форма существования договора займа на единичную часть этого займа с первичным кредитором. Целью выпуска облигаций, как, впрочем, и акций, является привлечение свободного капитала *небольшими порциями*, но зато от многих участников рынка на условиях выплаты им удовлетворяющего их дохода, или в более общей формулировке — на условиях, которые их устраивают.

Облигация, как и акция, является самым главным современным видом ценной бумаги. Исторически облигация возникла раньше акции. Еще в Средние века многие государства (государяи) прибегали к выпуску государственных облигаций для финансирования своих расходов, как правило, связанных с завоевательными войнами. Однако настоящая история акций и облигаций началась лишь в эпоху быстрого развития капитализма, т. е. когда они превратились в способ объединения частных капиталов для финансирования крупных капиталистически организованных производств во всех основных отраслях экономики или когда привлекаемые ими денежные средства стали использоваться в качестве истинного капитала. В настоящее время эти ценные бумаги доминируют на рынке ценных бумаг.

Основные характеристики. Облигация есть ценная бумага, которая является:

- долговой;
- эмиссионной;
- доходной;
- документарной или бездокументарной;
- срочной по российскому законодательству, но в мировой практике имеются примеры и бессрочных облигаций;

- предъявительской или именной; облигация не может быть ордерной ценной бумагой;
- номинированной.

Основные различия между облигацией и акцией. Эти различия можно сгруппировать следующим образом:

- облигация — это частица (представитель) заемного капитала коммерческой организации, а акция есть частица уставного капитала акционерного общества;
- облигации могут выпускать, во-первых, любые коммерческие организации, а не только акционерные общества, а **во-вторых**, государство; акция — это ценная бумага, которая эмитируется лишь акционерными обществами;
- по облигации в обязательном порядке предусматривается выплата ее номинала при ее выкупе (погашении), в условиях эмиссии акций никакого возврата номинала не предусматривается, возможна лишь выплата ликвидационной стоимости в случае ликвидации акционерного общества.

Отличия облигации от банковского кредита. И облигация, и банковский кредит представляют собой просто разные формы заемного капитала. Различия этих форм между собой состоят в том, что:

- каждая отдельная облигация составляет лишь единичную часть необходимой ее эмитенту ссуды капитала, а не весь требуемый ему объем кредита;
- облигация — это форма получения займа, минуя рыночного посредника в лице банковской системы. Облигация есть юридическая форма фиксации кредитного договора между эмитентом и сразу конечным кредитором, в то время как банковский кредит берется в коммерческом банке, который, в свою очередь, привлекает ресурсы для кредитования с рынка;
- в форме облигации и ссудный капитал, и процентный доход по нему получают возможность обращаться на рынке как товар, быть предметом купли-продажи по какой-то рыночной цене, в то время как банковская ссуда и выплачиваемый по ней процент не могут свободно обращаться (хотя в установленных законом случаях и порядке возможна замена должника или кредитора в кредитном соглашении).

Приоритетность прав владельца облигации перед акционером. Собственник облигации является юридическим кредитором по отношению к ее эмитенту, например к акционерному обществу, а потому по установленному законом порядку он имеет существенные преимущества перед акционерами:

- в случае неисполнения эмитентом обязательств по облигации, например невыплате процентного дохода по ней, он может требовать банкротства такого эмитента;
- при ликвидации этого эмитента как юридического лица, каковым является и акционерное общество, имущественные права владельца облигации удовлетворяются в первую очередь по сравнению с имущественными правами акционеров;
- владелец облигации может потребовать досрочного выкупа у него акционерным обществом своих облигаций:
 - при реорганизации акционерного общества;
 - если стоимость чистых активов общества окажется меньше его уставного капитала или минимально разрешенной по закону величины уставного капитала.

Ограничения на выпуск облигаций. Акционерные общества имеют определенные ограничения на выпуск своих облигаций, основные из которых состоят в том, что:

- номинальная стоимость выпущенных облигаций (**важно!**) *не может превышать размера уставного капитала* акционерного общества или величину обеспечения, предоставленного обществу третьими лицами на эти цели;
- размещение облигаций разрешается только после полной оплаты уставного капитала акционерного общества;
- если акционерное общество выпускает облигации без обеспечения, то оно может это сделать не ранее, чем через два года после начала его существования и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов общества.

Классификации основных видов облигаций. Количество видов облигаций, существующих в мировой практике, можно было бы назвать теоретически бесконечным. Это объясняется тем, что облигация есть способ прямого доступа к кредитору, который часто может предъявлять свои индивидуальные требования к условиям, на которых он согласен отдать свой свободный капитал в долг другому участнику рынка. На практике облигации часто выпускаются на условиях, которые представляют интерес для какого-то определенного слоя (группы) кредиторов. Различия в условиях выпуска облигаций и лежат в основе соответствующих их видов и разновидностей. Наиболее массовые виды облигаций могут быть классифицированы по следующим признакам (рис. 3.5).

Государственные и корпоративные. По виду эмитента облигации, как и все ценные бумаги, подразделяются на *государственные* или *корпоративные*. Первые выпускаются государством или от его

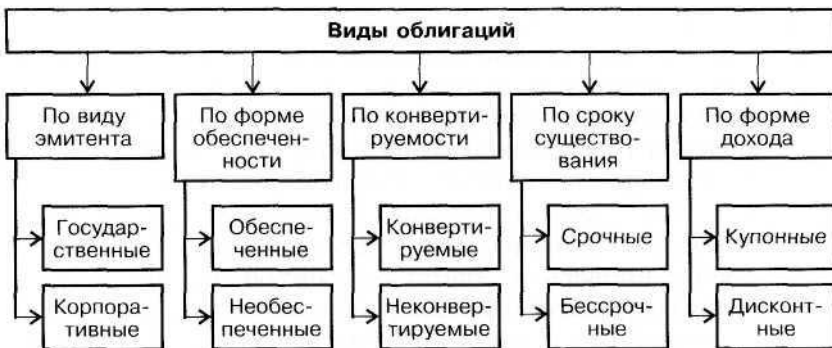


Рис. 3.5. Основные виды облигаций

лица, а вторые — коммерческими организациями различных видов. О видах государственных облигаций будет рассказано в следующем разделе.

Срочные и бессрочные. По сроку существования и форме его окончания облигации могут быть **срочные** или **бессрочные**. Первые выпускаются на установленный условиями выпуска (эмиссии) период времени, исчисляемый обычно годами, по окончании которого номинал облигации возвращается его последнему владельцу.

К бессрочным облигациям относятся облигации, конкретный срок выкупа которых заранее не устанавливается, но тем не менее в целом облигация выпускается на вполне определенный период времени. В мировой практике имеется исключение — существует вид государственных облигаций Великобритании, называемый «консоли», срок обращения которых не имеет ограничения, т. е. потенциально они могут обращаться вечно (только пока этого желает само государство, или пока оно существует, или пока существует сам рынок). Возможность на определенных условиях досрочно погасить облигации может означать, что либо эмитент может досрочно выкупить свои облигации, либо инвестор может досрочно их вернуть эмитенту по своему желанию. Такое право досрочного прекращения обращения облигации называется опционом эмитента или инвестора.

Конвертируемые и неконвертируемые. Конвертируемость — право на обмен данной ценной бумаги на какую-то другую ценную бумагу на заранее установленных условиях.

Конвертируемая облигация — это облигация, владелец которой имеет право на определенных условиях обменять ее на определен-

ное количество других ценных бумаг данной компании. По российскому законодательству облигации могут конвертироваться в другие облигации, привилегированные акции или акции (обратная конвертация не разрешается).

Неконвертируемые облигации — это обычные облигации, владелец которых не имеет права на их конвертацию в иные ценные бумаги.

Купонные (процентные) и дисконтные. По форме дохода облигации принято разделять на:

- *купонные (процентные)* — это облигации, по которым выплачивается доход в виде определенного процента к их номиналу. В случае документарных облигаций процентный доход обычно выплачивается на основе купонов, которые печатаются на самом бланке облигации и затем при предъявлении облигации отрываются от нее в обмен на выплату денежного дохода в установленные сроки;
- *дисконтные* — это облигации, доход по которым определяется в виде разницы между номиналом облигации и ценой ее приобретения владельцем, которая всегда меньше номинала.

В купонной (процентной) облигации доход выплачивается частями на протяжении всего срока ее существования. В дисконтной облигации доход выплачивается целиком, т. е. как накопленный доход, в момент ее погашения эмитентом.

Процентный доход по облигации может быть установлен заранее при ее выпуске (*облигация с фиксированным купоном*), а может быть привязан к какому-то рыночному показателю, от значения которого на дату выплаты процентного дохода будет зависеть его величина. Поэтому размер процентного дохода становится известен только на дату его выплаты (*облигации с плавающим, или нефиксированным, процентом*).

Процентный доход по облигации с фиксированным купоном может не меняться в течение всего срока ее существования, а может быть дифференцированным по отдельным ее периодам обращения (*облигация со ступенчатым процентом*).

Величина дохода по облигациям с плавающим процентом может устанавливаться либо:

- составной из ее фиксированной условиями выпуска величины и нефиксируемой части, например, фиксированная часть — 3% годовых плюс рыночная ставка по 6-месячным ссудам на рынке на момент выплаты процентного дохода по облигации, или 5% плюс официальная величина инфляции за год;

- равной выбранной процентной ставке на рынке;
- равной приросту (в процентах) рыночной цены какого-то товара и т.п.

Принято процентный доход по облигации выплачивать раз в полгода, в отличие от акции, для которой наиболее часто распространенный период выплаты дивиденда в мировой практике составляет каждые три месяца.

Какую бы конкретную форму ни имел процентный доход по облигации, в экономическом плане он всегда представляет собой фиксированный процент. Это связано с тем, что в отличие от акции процент по облигации есть рыночная плата (цена) за предоставленную ссуду. Рыночная цена может быть зафиксирована в абсолютной, относительной величине или в виде иного порядка ее определения на момент расчета по ссуде. Но она всегда должна быть фиксирована, иначе перестанет быть рыночной ценой. Дивиденд по акции — это не плата за ссуду, а результат управленческого решения по распределению чистого дохода на реинвестируемую часть и на присваиваемую часть. Поэтому дивиденд по своей основе не может быть заранее фиксируемой величиной, так как и размер чистого дохода, и пропорция его разделения на части подвижны, изменчивы, и их искусственная фиксация на сколько-нибудь длительный срок обязательно придет в противоречие с интересами либо акционеров, либо акционерного общества.

Обеспеченные и необеспеченные. Гарантиями со стороны эмитента выполнения обязательств по облигации могут быть либо его имущество, либо его доброе имя на рынке, либо им могут быть привлечены гарантии другого участника рынка.

Обеспеченные облигации — это облигации, выпускаемые под залог у третьего лица, которым обычно становится назначаемый кредиторами банк, какого-либо конкретного вида имущества их эмитента (например, под залог каких-то ценных бумаг, имеющихся у эмитента, или под залог его ценного оборудования и др., в общем, всего того, что может быть достаточно легко продано на рынке и доход от продажи которого способен покрыть долг эмитента). В случае невыполнения эмитентом своих долговых обязательств залог продается на рынке, а вырученные средства идут на погашение долгов перед кредиторами, т. е. владельцами данного вида облигаций.

К обеспеченным облигациям относятся и облигации, выпускаемые под гарантию другого участника рынка, которому доверяют кредиторы эмитента. В случае неплатежеспособности эмитента долги по облигациям обязан выплатить гарант облигационного займа.

Необеспеченные облигации — это облигации, которые не имеют какого-либо имущественного обеспечения, а своего рода «нематериальной гарантией» для них является общий высокий кредитный рейтинг эмитента и его имидж как компании, которая всегда полностью выполняет свои рыночные обязательства. На самом деле даже в случае выпуска необеспеченных облигаций последние являются обеспеченными, но только уже не заранее определенным видом имущества эмитента, а всем его имуществом в целом.

Порядок выпуска. Облигации выпускаются на рынок по тем же правилам, что и акции. Подробнее порядок эмиссии акций и облигаций будет рассмотрен в гл. 4.

Обращение. В отличие от акций, обращение облигаций не характеризуется такой же активностью. Хотя в ряде случаев облигации и присутствуют на фондовых биржах, поскольку часто этого требуют условия налогообложения процентного дохода ил и по другим причинам, основной оборот облигаций совершается на внебиржевом рынке. Это связано с тем, что каждая эмиссия облигаций различна по своим условиям: срокам, процентным ставкам, встроенным опционам (правам) и т.д. Поэтому конкретная облигация не представляет всеобщего интереса или интереса для всех участников рынка одновременно, а лишь для их отдельных групп. У облигации, как правило, отсутствует общий рынок, имеется лишь сегментированный, т. е. свои обособленные профессиональные торговцы и клиенты (инвесторы).

Теоретическая цена облигации. Теоретическая цена облигации учитывает весь полученный по ней процентный доход за все время ее обращения, а также возвращение денежного размера ее номинала облигации, но все это в виде, приведенном к текущему моменту времени:

$$C_{0t} = E [P, ./ (1 + / -) ' | + ^ Д 1 + O " , \quad (3.11)$$

где C^{\wedge} — теоретическая цена облигации на данный момент времени;

$P,$ — процентный доход по облигации, выплачиваемый в $/$ -м периоде, остающемся до погашения облигации;

N — номинал облигации, возвращаемый при ее погашении в $я$ -м году;

$г$ — ставка доходности облигации к погашению (напрямую зависит от текущей рыночной процентной ставки).

Если по облигации ежегодно выплачивается одинаковый процентный доход, то общая формула ее цены может быть упрощена:

$$P_{06} = \frac{P}{r} [1 - 1/(1+r)^n] + N/(1+r)^n, \quad (3.12)$$

где P — одинаковый процентный доход, выплачиваемый по облигации в каждом периоде (году) ($P_1 = P_2 = \dots = P$).

Данную формулу можно еще упростить, если n — число периодов выплаты дохода, или иначе — число лет обращения облигации, — существенно возрастает, например до 50—100 лет. В этом случае второе слагаемое стремится к нулю, а в первом слагаемом выражение в скобках стремится к единице. В результате получаем:

$$I_{<16} = P/r. \quad (3.13)$$

Данная формула практически идентична формуле теоретической цены акции как капитализированного дивиденда в случае, когда размер выплачиваемого по ней дивиденда одинаков. При длительных сроках обращения и при одинаковых ежегодно выплачиваемых размерах дохода (дивиденда, процента) цена акции не отличается от цены облигации. Это коренится в их единой экономической природе как инвестиционных ценных бумаг, т. е. как капитализированном чистом доходе.

3.4. Государственная облигация

Определение. Понятие государственной облигации вытекает из ст. 817 ГК РФ:

- **государственная облигация** — это ценная бумага, выпускаемая государством и удостоверяющая договор государственного займа;
- **государственная облигация** — это ценная бумага, удостоверяющая право гражданина или юридического лица на получение от Российской Федерации или субъекта РФ предоставленных им займы денежных средств или, в зависимости от условий займа, иного имущества, установленных процентов либо иных имущественных прав в сроки, предусмотренные условиями выпуска займа в обращение.

Государственная облигация есть форма существования государственного долга. Если государство реализует свои облигации внутри страны, то они есть форма существования внутреннего долга. Если государственные облигации продаются за пределами страны, то они представляют собой внешний долг государства. Такого рода облигации обычно называются «еврооблигациями».

Государственная и муниципальная облигация. В этой же статье ГК РФ содержится важное положение, согласно которому правила о договоре государственного займа применяются и к займам, выпускаемым муниципальным образованием. Тем самым с юридической точки зрения государственная облигация и муниципальная облигация, или облигация, выпущенная муниципальным органом власти, ничем не отличаются. (Что косвенно свидетельствует об искусственности имеющегося пока что в России разделения органов власти на государственные и муниципальные).

Государственная облигация и капитал. Отношение государственной облигации с капиталом имеет двойственный характер. С позиций государства как эмитента государственная облигация есть частица займа государства, но не заемного капитала, так как деньги, взятые в долг государством, не представляют собой капитал, они не используются в целях получения прибыли, чистого дохода. Проценты по такой облигации выплачиваются из общей суммы доходов государственного бюджета.

С позиций покупателя облигации, т. е. инвестора, она представляет собой такой же капитал, как и любые другие приобретаемые им облигации или акции, поскольку приносит ему процентный доход.

Отличительные особенности. Государственные облигации в условиях развитой экономики страны (**важно!**) обычно имеют следующие экономические преимущества перед ценными бумагами корпоративных эмитентов:

- самый низкий уровень риска или самый высокий относительный уровень надежности для инвестиций. Это связано с тем, что доходы государственного бюджета всегда позволяют своевременно и в полном объеме выполнять долговые обязательства по ним;
- частое льготное налогообложение любых доходов инвестора по этим облигациям. Данный порядок применяется государством для того, чтобы в экономике всегда имелся спрос на его облигации и в нужный момент не возникло бы проблем с продажей необходимого их количества частным инвесторам.

В отличие от корпоративных ценных бумаг, выпуск которых во времена существования СССР не осуществлялся, рынок государственных облигаций не прекращал своего существования даже в условиях социалистической, т. е. некапиталистической, формы организации экономики. Причина этого коренится в том, что государственная облигация, как уже упоминалось, имеет в себе и

некапиталистическую («некапитальную») сторону. Выпускаемые прежде в СССР государственные займы были приспособлены для обращения в условиях плановой, т. е. нерыночной, экономики. Но тем не менее можно с полным правом утверждать, что история рынка государственных облигаций в нашей стране еще не прерывалась.

Порядок выпуска. Выпуск государственных облигаций осуществляется на основе Федерального закона от 29 июля 1998 г. № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращении государственных и муниципальных ценных бумаг».

Эмиссия государственных облигаций обычно осуществляется Министерством финансов РФ или государственными органами, уполномоченными на это субъектами РФ (в широком смысле — и муниципальными органами управления).

Основными покупателями государственных облигаций в зависимости от их вида являются: банки, пенсионные и страховые компании, инвестиционные фонды, население.

Государственные облигации выпускаются либо в обычной документарной форме, при которой каждая облигация существует в виде отдельного документа, либо в специфической документарной форме. Последняя означает, что сам выпуск оформляется документарным сертификатом сразу на все составляющие его облигации, а их учет по отдельным владельцам осуществляется в бездокументарной форме, т. е. в виде записей на счетах в уполномоченных депозитариях.

Обращение. Государственные облигации обращаются на биржевом или внебиржевом рынках, наряду с ценными бумагами корпоративных эмитентов. Российский биржевой рынок государственных облигаций организован на базе Московской межбанковской валютной биржи.

Государственные облигации часто занимают ведущее место на рынке облигаций, где их доля в разных странах достигает до 50%. В структуре государственных ценных бумаг обычно наибольший вес имеют *среднесрочные* и *долгосрочные облигации*. Российский рынок государственных облигаций также занимает видное место на внутреннем рынке ценных бумаг. Его тенденцией тоже является стремление государства увеличивать долю все более долгосрочных облигаций по сравнению с краткосрочными облигационными займами.

Применение. В отличие от выпуска корпоративных облигаций, принесенные которыми денежные средства используются для извлечения прибыли (чистого дохода), выпуск государственных облигаций преследует совершенно иные цели, в частности:

- покрытие дефицита государственного бюджета на неинфляционной основе, т. е. без дополнительного выпуска денег в обращение;
- привлечение внебюджетных средств для финансирования тех или иных целевых государственных программ в области строительства жилья, дорог и т.п.;
- государственное регулирование количества денег в обращении, снижение инфляции и другие направления воздействия на экономику страны.

Цена. Рыночная цена государственной облигации образуется по тем же правилам, что и цена корпоративной облигации.

Виды. Хотя по своей сути все облигации, выпускаемые государством, являются государственными, на практике каждый их самостоятельный вид получает свое собственное юридическое название, позволяющее отличать его от других видов государственных облигаций. В мировой практике часто не существует единого наименования выпускаемых государством ценных бумаг, например, как в России. Каждый их вид имеет свое название, обычно в зависимости от срока, на который государство берет деньги в долг. Например, в США облигации сроком до года называются казначейскими векселями, сроком до 10 лет — ноты, с еще большими сроками — бонды.

Основными современными видами российских государственных облигаций являются:

- облигации российского внутреннего валютного займа 1993 г. (ОРВВЗ);
- государственные краткосрочные бескупонные облигации (ГКО);
- облигации федерального займа (ОФЗ);
- государственные сберегательные облигации (ГСО);
- облигации государственных нерыночных займов (ОГНЗ).

Кроме перечисленных, могут выпускаться российские государственные облигации и других видов, разрешенных уже имеющейся правовой базой.

Облигации российского внутреннего валютного займа (ОРВВЗ). Цель выпуска — возвращение юридическим и физическим лицам их валютных средств, которые хранились в Банке внешнеэкономической деятельности СССР на момент его банкротства летом 1991 г. В мае 1993 г. Министерством финансов РФ был осуществлен внутренний валютный заем, в соответствии с которым долги перед юридическими лицами переводились в облигации этого займа. (Долги перед физическими лицами были погашены в полном объеме с 1 июля 1993 г.)

Условия займа: валюта займа—доллары США, процентная ставка—3% годовых. Объем займа — 7885 млрд долл. в 1993 г. и 5050 млрд долл. в 1996 г. Номинал облигации — 1000, 10 000 и 100 000 долл. США. Форма выпуска — предъявительская облигация с купонами. Дата выплаты по купонам — 14 мая каждого года; купон действителен в течение 10 лет. Всего было выпущено 7 серий облигаций, из которых к настоящему времени остаются три транша: 5-й транш — на сумму 2,167 млрд долл. и с датой погашения — 14 мая 2008 г.; 6-й транш — на сумму 1,750 млрд долл. и с датой погашения — 14 мая 2006 г.; 7-й транш — на сумму 1,750 млрд долл. и с датой погашения — 14 мая 2011 г.

Облигации данного займа свободно продаются и покупаются с расчетом за рубли или за конвертируемую валюту, но их вывоз из России запрещен. Приобретение этих облигаций иностранными юридическими или физическими лицами (т. е. нерезидентами) разрешено только за счет средств специальных рублевых счетов в уполномоченных российских банках. Валютные облигации могут вноситься в качестве вклада в уставный капитал предприятий и коммерческих организаций.

Государственные краткосрочные бескупонные облигации (ГКО). Выпускаются Министерством финансов РФ с 1993 г., до дефолта 1998 г. они были основным видом государственных облигаций в нашей стране.

ГКО имеет характеристики:

- сроки обращения — до 1 года;
- номинал — обычно 1000 руб. (устанавливается эмитентом при выпуске);
- форма существования — документарная (но с обязательным централизованным хранением сертификата и учетом владельцев на бездокументарной основе);
- именная;
- форма дохода— дисконт, т. е. облигации продаются по цене ниже номинала;
- место торговли — Московская межбанковская валютная биржа, которая выполняет одновременно функции торговой системы, расчетной системы и депозитария.

Облигации федерального займа (ОФЗ). Выпускаются Министерством финансов РФ с июля 1995 г. Цель — постепенный переход государства к заимствованию денежных средств на долгосрочной основе.

ОФЗ имеют характеристики:

- сроки обращения — свыше 1 года;

- форма существования — документарная (но с обязательным централизованным хранением сертификата и учетом владельцев на бездокументарной основе);
- номинал — обычно 1000 руб.;
- именная;
- вид дохода — фиксированная или переменная купонная ставка;
- место торговли — Московская межбанковская валютная биржа.

Существуют четыре разновидности облигаций федерального займа в зависимости от особенностей установления процентного дохода по ним:

- **ОФЗ с фиксированным купонным доходом (ОФЗ-ФД)** — по таким облигациям процентный доход заранее фиксируется на каждый соответствующий период, например, на каждый конкретный год всего срока существования облигации устанавливается свой процентный (купонный) доход;
- **ОФЗ с постоянным купонным доходом (ОФЗ-ПД)** — в данных облигациях устанавливается единая процентная ставка дохода на весь срок существования облигации;
- **ОФЗ с переменным купонным доходом (ОФЗ-ПК)** — в этой облигации процентный доход не фиксируется при выпуске облигации, а определяется для каждого периода его выплаты на основе доходности ГКО (например, доход устанавливается на каждые последующие три месяца, исходя из средней доходности по ГКО) или путем привязки к иным рыночным показателям;
- **ОФЗ с амортизацией долга (ОФЗ-АМ)** — в данной облигации процентная ставка является единой на весь период и начисляется только на непогашенную часть долга. Погашение номинальной стоимости облигаций выпуска осуществляется заранее определенными частями в установленные даты из числа дат, совпадающих с датами выплаты купонов (процентов).

Государственные сберегательные облигации (ГСО). Цель выпуска со стороны Министерства финансов РФ — привлечение средств юридических лиц на длительные сроки на взаимовыгодных для сторон условиях, а также создание инструмента для вложения средств паевых инвестиционных и негосударственных пенсионных фондов, а также страховых организаций.

Основные характеристики:

- сроки обращения — среднесрочные и долгосрочные;
- номинал — 1000 руб.;
- документарная;

- процентный доход:
 - выплачивается два раза в год;
 - рассчитывается (устанавливается) на каждый купонный период как сумма фиксированной ставки и плавающей ставки, учитывающей индекс потребительских цен за полгода;
- владельцы — только российские юридические лица;
- размещение — первичное размещение осуществляется Министерством финансов РФ в форме аукциона;
- обращение:
 - вторичный рынок отсутствует, т. е. они не могут продаваться и покупаться между инвесторами, а подлежат погашению эмитентом;
 - инвестор имеет «оферту», т. е. право предъявить к досрочному погашению до 25% приобретенных на первичном рынке (аукционе) облигаций в каждую из дат выкупа, установленных эмитентом при выпуске облигации.

Облигации государственного нерыночного займа (ОГНЗ). Их выпуск обычно имеет какую-то специфическую цель, из-за чего не допускается их свободное обращение, а разрешается лишь строго целевое обращение. Например, основной целью выпуска ОГНЗ в последние годы было погашение долгов государства по оборонному заказу. Владельцы ОГНЗ, получившие их от Минфина России в счет государственной оплаты заказа, могли с помощью этих облигаций уплачивать долги перед своими кредиторами (поставщиками по оборонному заказу).

Основные характеристики:

- сроки обращения — краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные;
- номинал — 1000 руб.;
- документарная;
- именная;
- процентный доход:
 - выплачивается один раз в год;
 - фиксированная ставка, устанавливаемая для каждого выпуска облигаций;
- владельцы — российские и иностранные юридические лица;
- размещение — первичное размещение осуществляется Министерством финансов РФ в форме свободного предложения;
- обращение — вторичный рынок отсутствует, т. е. они не могут продаваться и покупаться между инвесторами, а подлежат погашению эмитентом;

- гашение — осуществляется в денежной форме или путем обмена на новые выпуски ОГНЗ.

Государственные облигации, размещаемые на мировом рынке (еврооблигации). С 1996 г. Россия осуществляет размещение своих долговых ценных бумаг на мировом рынке. На европейском рынке эти бумаги называются еврооблигациями.

Основные характеристики:

- сроки обращения — 5—10 лет;
- номинал — в долларах США, в евро или других валютах, кроме (**важно!**) российского рубля;
- доход:
 - фиксированный на весь срок обращения купонный доход; устанавливается в процентах к номиналу примерно на уровне 9—13% годовых;
 - выплачивается в валюте номинала 1—2 раза в год;
- форма существования — обычно документарная;
- первичное размещение — через международный синдикат банков сразу не менее чем в двух или более странах мира; эмиссия еврооблигаций не подлежит регистрации ни в какой стране мира;
- обращение — еврооблигации свободно обращаются на мировом рынке ценных бумаг.

3.5. Вексель

Определение. В соответствии со ст. 815 ГК РФ *вексель* — это ценная бумага, удостоверяющая ничем не обусловленное обязательство векселедателя (простой вексель) либо иного указанного в векселе плательщика (переводной вексель) выплатить по наступлении предусмотренного векселем срока полученные займы денежные суммы.

Для учебных целей данное юридическое определение можно несколько упростить: *вексель* — это письменное обязательство должника без всяких условий уплатить держателю векселя обозначенную в нем денежную сумму и в установленный в нем срок.

Вексельное право. Вексель — это особая ценная бумага, поскольку ее выпуск и обращение осуществляются в соответствии со специальным законодательством, называемым вексельным правом. В России отношения сторон по векселю регулируются Федеральным законом от 11 марта 1997 г. № 48-ФЗ «О переводном и простом векселе». Данный Закон устанавливает (подтверждает), что в Российской Федерации действует Положение о переводном и про-

стом векселе, утвержденное еще в 1937 г. Центральным Исполнительным Комитетом и Советом Народных Комиссаров СССР. В свою очередь, это Положение базируется на Единообразном законе о переводном и простом векселе, утвержденном Международной женеvской конвенцией в 1930 г.

Вексель — историческая основа всех ценных бумаг. Вексель — это первая и самая ранняя из известных в товарном мире форма ценной бумаги, существовавшая еще до эпохи капитализма, из идеи которой произошли все другие виды ценных бумаг.

В свою очередь, сам вексель ведет свое происхождение из простой долговой расписки, из письменной формы обязательства должника перед своим кредитором. Долговая расписка превратилась в вексель в силу по крайней мере двух важных для рынка оснований:

- 1) стандартизации и обязательного характера своих реквизитов; долговая расписка стала стандартной, а потому единым для всего рынка, для всех его участников инструментом;
- 2) обращаемости среди участников рынка; стандартизация инструмента позволила сделать вексель всеобщим средством уступки долга; долг стал товаром на рынке.

В наше время вексель по-прежнему активно используется на рынке в качестве долговой ценной бумаги, но занимает достаточно скромное место по сравнению с такими массовыми видами ценных бумаг, как акции и облигации.

Вексель как средство платежа. Поскольку в основе вексельного отношения всегда лежит сумма денег, которая отдается в долг, постольку и сам вексель (подобно чеку) обращается на рынке в качестве средства платежа для его владельца, т. е. выполняет платежную функцию современных денег.

Главные характеристики векселя, вытекающие из вексельного права. Они могут быть сгруппированы следующим образом:

- вексель — это документ стандартной формы; отсутствие обязательного реквизита в нем превращает его в простую долговую расписку;
- вексель — это обязательство уплатить без каких-либо предварительных условий. Например, отсутствие денег у должника не является основанием для неуплаты денег по векселю;
- вексель — это обязательство уплатить безотносительно к причине возникновения обязательства или наличия этой причины на момент уплаты денег по векселю («действительности» этого обязательства). Например, товар еще не поставлен, а по векселю, если вдруг он был выдан заранее, платить все равно придется;

- вексель сочетает в себе свойства ценной бумаги и денег, т. е. он может и самостоятельно обращаться, и использоваться в качестве платежно-расчетного средства на рынке вместо денег;
- вексель, если он не погашается путем зачета противоположным обязательством, может превратиться только в деньги.

Виды векселя. Вексель существует в двух разновидностях — простой и переводной вексель.

Простой вексель — это ничем не обусловленное обязательство должника уплатить денежный долг кредитору в размере и на условиях, обозначенных в векселе и только в нем. Иностранное (итальянское) название простого векселя — «соло». Простой вексель выписывает должник своему кредитору.

Переводной вексель — это безусловный приказлица, выдавшего вексель (векселедателя), своему должнику (плательщику) уплатить указанную в векселе денежную сумму в соответствии с условиями данного векселя третьему лицу (векселедержателю). Иностранное (итальянское) наименование переводного векселя — тратта. Векселедатель в тратте называется трассант, плательщик — трассат, а получатель платежа по векселю — ремитент.

Переводной вексель выписывает кредитор на имя своего должника с тем, чтобы последний уплатил долг этого кредитора третьему лицу (векселедержателю, или ремитенту), должником которого является уже сам кредитор.

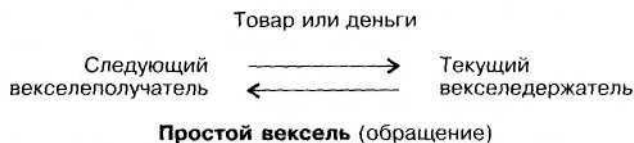
Организационная основа простого векселя. Простой вексель возникает обычно в результате товарной сделки, когда покупатель товара, не имея нужной суммы денег в момент поставки, выписывает данный вексель, по которому он обязуется заплатить продавцу стоимость купленного товара через какой-то промежуток времени в будущем. По окончании этого времени последний векселедержатель предъявляет вексель покупателю (т. е. должнику по данному векселю), который уплачивает указанную в нем сумму денег и получает обратно свой вексель («гасит» его). В целом обращение простого векселя имеет следующий вид (рис. 3.6).

Организационная основа переводного векселя. Переводной вексель связан не с возможностью его передачи другому участнику рынка, а с «переводом» долга. Обычно тот, кто выписывает переводной вексель (векселедатель), является одновременно кредитором одного лица и должником другого. Благодаря переводному векселю он как бы переводит свой долг кому-то на своего собственного кредитора. В результате происходят ускорение рыночного оборота денежных средств и их экономия. Векселедатель обязывает своего должника не возвращать долг ему (векселедателю), а на-

А. Выдача простого векселя:



Б. Последующая возможная передача простого векселя:



В. Погашение простого векселя в установленный в нем срок:



Рис. 3.6. Схема отношений, лежащих в основе простого векселя

прямою заплатить требуемую денежную сумму своему собственному кредитору.

По сравнению с обращением простого векселя обращение переводного векселя можно отобразить в единой упрощенной схеме, если абстрагироваться от того, что векселеполучатель, в свою очередь, может использовать вексель в качестве платежного средства до наступления срока оплаты по нему (рис. 3.7).

Исторически переводной вексель вырос из потребности передачи (перевозки) денег из одной страны в другую. Перевозка самих денег была сопряжена с высокими рисками их лишиться, а использование именного векселя позволяло получить по нему требуемую сумму денег в нужном месте.

Кроме простого и переводного векселя, в рыночной практике встречаются векселя, которые выдаются без какого-либо материального основания, а потому законом признаются как недействительные. Они получили название дружественного и бронзового векселей. Такие векселя выписываются под несуществующую (фиктивную) сделку с целью дальнейшей продажи векселя и получения реальных денег.

А. Движение переводного векселя без его обращения на рынке:



Б. Движение переводного векселя с учетом его обращения на рынке:



Рис. 3.7. Схема отношений, лежащих в основе переводного векселя

Дружественный вексель имеет место, когда один участник рынка желает помочь другому преодолеть какие-то временные финансовые затруднения. Нуждающийся в деньгах участник рынка становится кредитором по векселю, который ему выписывает дружественное лицо в качестве мнимого должника. Поскольку должнику все равно придется платить по проданному кредитором векселю, постольку к моменту этой оплаты кредитор должен восстановить свое финансовое положение и погасить свой долг «чести» перед плательщиком по векселю. Выписка дружественного векселя может происходить только при условии полного доверия между сторонами.

Бронзовый вексель есть вексель, в котором одна из сторон является вымышленной, фиктивной. Например, когда простой вексель выписывается векселедержателем на несуществующего плательщика или просто на лицо, которое на самом деле не является должником поданному векселю. Выписка бронзового векселя является мошенничеством, или обманом, на рынке и потому преследуется в уголовном порядке.

Экономические виды векселя. Сточки зрения экономического содержания сделки, которая лежит в основе векселя, последние подразделяются на товарные и финансовые.

Товарный — это вексель, основанием для выдачи которого является долговое отношение, возникающее **из товарной** сделки, или такой сделки купли-продажи любого рыночного актива, в которой продажа (передача товара покупателю) по времени отделяется от купли (уплаты денег). В качестве ссуды здесь выступает сумма денег, которую должник обязан был своевременно уплатить за переданный ему товар по сделке купли-продажи. При осуществлении данной сделки вексель выступает в качестве особого средства платежа за товар, т. е. является кредитным заместителем современных денег.

Финансовый — это вексель, основанием для выдачи которого является долговое отношение, возникающее из денежной ссуды. Участник рынка передает банку определенную денежную сумму в долг (обычно это имеет форму покупки банковского векселя), а взамен получает («финансовый») вексель банка на большую сумму, чем он передал в банк (увеличенную на сумму накопленного процентного дохода по депозиту). Получатель векселя использует его в расчетах за товары и услуги, а при наступлении срока платежа вексель предъявляется к оплате в банк.

Экономическое различие между видами векселей. Различие между товарным и финансовым векселем внешне состоит в том, что в товарном векселе имеет место передача товара от векселеполучателя к векселедателю в обмен на вексель, а в финансовом векселе — в обмен на вексель сразу передается денежная сумма. На самом деле если передача денег в финансовом векселе есть действительно их временное отчуждение от кредитора в качестве ссуды, то в товарном векселе передача товара — это его окончательное отчуждение. Товар более уже не возвращается к своему продавцу (в силу сущности самой сделки купли-продажи), а потому он никоим образом не является предметом ссудного отношения по товарному векселю.

Все дело в том, что в ссудном отношении, фиксируемом товарным векселем, действительная передача денег как ссуды от кредитора к должнику отсутствует совсем. Денежную ссуду здесь представляют деньги, своевременно не полученные продавцом товара и которые покупатель, теперь уже в качестве конечного плательщика по векселю, должен вернуть в указанный в векселе срок. Иначе говоря, в товарном векселе передача денег в качестве ссуды имеет место лишь абстрактно, лишь по сути самого ссудного отношения как отношения, связанного с отсрочкой платежа между участниками товарной сделки. В товарном векселе отсрочка платежа и есть предоставление денежной ссуды. Или доказывая от противного, можно сказать, что если в ссудном отношении возвращаются деньги, то в соответствии с сущностью этого отношения объектом ссуды и были деньги, а вовсе не товар.

В товарном векселе деньги не передаются должнику «в натуре». Они как бы остаются в собственности должника. Передача товара должнику есть не отчуждение товара как непосредственное долговое отношение, а основание для возникновения (существования) отношения *денежного* долга, или отношения денежной ссуды между владельцем векселя и обязанным по нему участником рынка.

Наоборот, в финансовом векселе имеет место действительная (а не абстрактная) передача денежной суммы векселедателю, который ее впоследствии также должен вернуть при предъявлении векселя к оплате.

Понятие о коммерческих ценных бумагах. Товарный вексель еще называется *коммерческим векселем*, от которого следует отличать так называемые коммерческие ценные бумаги, обращающиеся на современном фондовом рынке.

Коммерческие ценные бумаги на мировом рынке — это финансовые векселя, эмитируемые любыми участниками рынка (а не только банками) на сроки до 1 года (обычно на 6 месяцев) с целью привлечения финансовых ресурсов на долгосрочной основе. Коммерческая ценная бумага — это использование краткосрочного по своей основе инструмента в качестве альтернативы долгосрочным инструментам привлечения капитала (акциям, облигациям). (Более подробная информация о коммерческих ценных бумагах имеется в специальной литературе.)

Обязательные реквизиты векселя. Вексель, как и любая ценная бумага, имеет обязательные реквизиты.

Обязательные реквизиты простого векселя:

- наименование — простой вексель;

- ничем не обусловленное обязательство оплатить вексельную сумму;
- срок платежа;
- место платежа;
- наименование и адрес получателя платежа, которому или приказу которого он должен быть совершен;
- место и дата составления векселя;
- подпись векселедателя.

Обязательные реквизиты переводного векселя:

- наименование — переводной вексель;
- безусловное требование уплатить по векселю вексельную сумму;
- срок платежа;
- место платежа;
- наименование и адрес получателя платежа;
- место и дата составления;
- подпись векселедателя;
- наименование и местонахождение плательщика.

Вексельная сумма. Это сумма денег, которую обязан уплатить плательщик векселя владельцу векселя при наступлении срока платежа по векселю. Обычно указывается и цифрами, и прописью. Не допускается разбивка суммы платежа векселя по срокам и по частям.

Вексель есть всегда долговое отношение, а в условиях капитала стоимость, отданная в ссуду, должна приносить процентный доход. Процент по долгу может либо сразу быть включен в вексельную сумму, либо быть указан отдельно. Процентная ставка по вексельной сумме может быть указана в векселе, только если срок платежа по векселю заранее не зафиксирован, т. е. если он установлен в виде «по предъявлении» или «во столько времени от предъявления». В остальных случаях процентная ставка, даже если она и имеется в векселе, все равно считается ненаписанной. Это означает, что если она и написана, то плательщик по векселю не обязан платить процент по вексельной сумме.

Наименование и адрес плательщика. Когда плательщиком является юридическое лицо, то указываются его юридический адрес и полное наименование. Если плательщик есть физическое лицо, то указываются его обычные данные: фамилия, имя, отчество, место жительства и паспортные данные.

В простом векселе плательщиком является векселедатель. В переводном векселе векселедатель и плательщик — это разные лица. По этой причине в переводном векселе появляется дополнитель-

ный по сравнению с простым векселем реквизит — наименование и местонахождение плательщика.

Срок платежа. Вексельным законодательством разрешаются следующие сроки платежа по векселю:

- «по предъявлении» — такая запись означает, что платеж производится по предъявлении векселя. Вексель должен быть предъявлен к платежу в течение не более одного года со дня его составления, но векселедатель может оговорить сроки предъявления к оплате, например, ... по предъявлении, но не ранее 1 марта.... года. В случае просрочки вексель теряет свою вексельную силу;
- «во столько-то времени от предъявления» — данная запись означает, что оплата осуществляется через определенный период времени после даты предъявления векселя;
- «во столько-то времени от составления» — такая запись означает, что оплата совершается через определенное число дней от даты составления векселя;
- «на определенный день» — в этом случае оплата происходит в день, установленный в векселе.

Если срок платежа в векселе не указан, то это означает, что он подлежит оплате по предъявлении в течение года с момента выставления векселя. Вексель, в котором одновременно не указаны дата составления и срок платежа, является недействительным.

Безусловное обязательство уплатить по векселю и требование уплатить по векселю. Простой вексель выписывает должник, следовательно, он и обязуется уплатить по нему.

Наоборот, переводной вексель выписывает кредитор на своего должника, но не для того, чтобы последний уплатил ему самому, а чтобы должник уплатил другому лицу — кредитору векселедателя. Поэтому в переводном векселе содержится не обязательство, а лишь требование уплатить по нему. Это оформляется обычно такой записью: «Платите... (наименование remitenta) или его приказу». Переводной вексель может быть составлен в пользу и самого векселедателя. В этом случае в нем пишется: «Уплатить в мою пользу или моему приказу», либо другая равнозначная по смыслу запись.

Место платежа. Им обычно является местонахождение плательщика, если иное не оговорено в векселе. Если в векселе место платежа не указано, то им также будет считаться местонахождение плательщика. При одновременном отсутствии в векселе места платежа и местонахождения плательщика вексель считается недействи-

тельным. Но вексель будет считаться недействительным, если в нем одновременно указано сразу несколько мест платежа.

Указание места и даты составления векселя. Местонахождение векселедателя и место составления векселя могут не совпадать. Если место его составления не указано, то вексель признается выписанным в месте, обозначенном рядом с наименованием векселедателя.

В случае отсутствия в векселе и места составления, и местонахождения векселедателя вексель считается недействительным.

Место составления векселя указывается всегда предельно конкретно (например, город такой-то). Несуществующее место составления векселя также делает его недействительным.

Дата составления векселя обязательна, поскольку она необходима для исчисления срока платежа по векселю и периода вексельного обязательства. Нереальная дата составления векселя означает его недействительность.

Подпись векселедателя. Данная подпись проставляется после полного наименования и местонахождения векселедателя в правом нижнем углу векселя и только рукописным путем. Без подписи вексель считается недействительным. Если вексель выписывается юридическим лицом, то необходимо наличие печати организации и двух подписей — директора и главного бухгалтера.

Поддельные подписи, подписи несуществующих лиц и лиц, не обладающих правом подписи в организации векселедателя, делают вексель недействительным.

Аваль векселя. Гарантия платежа по векселю со стороны какого-то участника рынка (обычно банка или другого лица), называемого авалистом, не имеющего прямого отношения к векселю, — есть **аваль векселя**. По вексельному праву *аваль* — это *вексельное поручительство*.

Потребность в авале возникает, если кредитор не доверяет своему должнику, но в тоже время и не отказывает ему, например в поставке товара, поскольку сам заинтересован в этом. Решением этой проблемы и является предоставление дополнительных гарантий исполнения векселя в лице какой-то организации, которой кредитор доверяет гораздо больше.

Аваль проставляется на лицевой стороне векселя, где для этого предусмотрено специальное место. Аваль может потребоваться как на простом, так и на переводном векселе. Он может быть полным или частичным.

Акцепт переводного векселя. *Акцептом* называется согласие плательщика *по переводному векселю (важно!)* на оплату по нему. Пла-

тельщик по переводному векселю является должником по отношению к векселедателю. Но поскольку вексель выписывает не сам должник, а его кредитор, постольку этот должник должен дать согласие на оплату данного векселя, прежде чем векселедатель передаст вексель векселеполучателю, т. е. своему собственному кредитору. В противном случае последний не примет переводной вексель. На практике возможны ситуации, в которых сам векселеполучатель предъявляет переводной вексель для акцепта плательщику, в случае, когда вопросы долга оговорены с последним заранее (например, по телефону). Получить акцепт бывает удобнее самому векселеполучателю, например, когда он и плательщик находятся в одном и том же городе или местности, а векселедатель находится в другом, отдаленном от них месте.

Место для акцепта предусмотрено на лицевой стороне переводного векселя слева от авалья. Как и в случае авалья, тоже разрешается частичный акцепт, т. е. когда плательщик в силу каких-то обстоятельств соглашается на уплату лишь части денежной суммы (долга), указанной в векселе.

Вексельное обращение. *Вексельное обращение* — это передача простого или переводного векселя от одного его держателя к другому, или смена собственности на вексель.

Вексель, как классическая ценная бумага, может свободно передаваться рыночным путем от одного лица к другому. Это связано с тем, что вексель есть право на получение определенной суммы денег без каких-либо условий со стороны плательщика по нему. Такого рода право, естественно, может легко передаваться. Данная передача производится чаще всего путем приказа (индоссамен-та) владельца векселя (векселедержателя) без какого-либо согласия того, кто выписал его, или, точнее, без согласия плательщика по векселю.

Вексельное обращение как смена собственности (собственников, векселедержателей) на вексель может осуществляться двумя способами:

- путем его обращения в качестве средства платежа, или кредитного заместителя денег, или путем индоссамен-та;
- путем его досрочного обмена на деньги, или путем учета векселя.

Индоссамент. *Индоссамент* — это передаточная надпись на векселе, означающая безусловный приказ его прежнего владельца (держателя) о передаче всех прав по нему новому владельцу (держателю). Индоссамент фиксирует переход права требования по вексе-

лю от одного лица к другому. Обычно запись по нему имеет форму: «Платите приказу...» или «Уплатите в пользу...».

Лицо, в пользу которого передается вексель, называется индоссатом, а лицо, передающее вексель, *индоссантом*.

Поскольку долговое обязательство о платеже, имеющееся в векселе, является ничем не обусловленным, то и индоссамент может быть только таким же.

Запрещен частичный индоссамент, т. е. передача части суммы векселя. Индоссант, т. е. тот, кто передает вексель новому владельцу, собственноручно проделывает передаточную надпись, которая скрепляется его печатью. Он отвечает за акцепт и платеж по переводному или простому векселю. Однако он может снять с себя ответственность за акцепт и платеж, если сделает оговорку «без оборота на меня». В этом случае он исключается из цепочки обязанных по векселю лиц, что может привести к падению ликвидности, или оборачиваемости, векселя, если это будет расценено другими участникам рынка как форма неплатежеспособности плательщика по векселю.

Векселедержатель может совсем исключить возможность дальнейшей передачи векселя, если включит в текст векселя слова «не приказу». В этом случае вексель может быть передан только путем договора его купли-продажи.

Виды индоссамента. Законодательством разрешаются следующие виды индоссаментов:

- **именной** — содержит наименование индоссата, подпись и печать индоссанта и четко фиксирует, кому переходит право собственности на вексель;
- **бланковый** — не содержит наименование индоссата, т. е. получателя векселя, и такой вексель является предъявительским. Индоссат имеет возможность самостоятельно вписать наименование нового векселедержателя или передать вексель, не делая больше никаких записей. Бланковый индоссамент превращается в именной в случае записи в текст индоссамента наименования векселедержателя, что обязательно делается при наступлении срока платежа;
- **инкассовый** — это передаточная надпись в пользу определенного банка, уполномочивающая последний получить платеж по векселю. Такой индоссамент имеет вид «на инкассо» и дает банку право предъявить вексель к акцепту или платежу;
- **залоговый** — делается в том случае, когда векселедержатель передает кредитору вексель в залог выданного кредита. Обычно такой вексель сопровождается оговоркой: «валюта в за-

лог» либо другой равнозначной фразой. Залоговый индоссамент не дает права собственности на вексель индоссанту, т. е. залогодержателю.

Индоссамент как форма уступки требования. *Уступка требования* — это сделка, в соответствии с которой осуществляется передача прав (требований) от кредитора к другому лицу (другому кредитору). Ценная бумага есть та или иная форма существования долгового отношения между кредитором (инвестором) и должником (эмитентом ценной бумаги), а потому уступка прав кредитора по ней есть по определению уступка требования.

Уступка требования может осуществляться в виде односторонней или двусторонней сделки. Первая по отношению к векселю называется индоссаментом, а двусторонняя сделка применительно к ценным бумагам — *цессией*.

Уступка требования по векселю, как правило, осуществляется посредством индоссамента, но поскольку вексель есть ценная бумага, постольку эта уступка может быть осуществлена и посредством цессии. Однако в отличие от индоссамента передача прав по векселю путем цессии приводит к очень важному последствию. Дело в том, что в случае перехода прав собственности на вексель по цессии продавец векселя отвечает только за недействительность имущественных прав, но не будет отвечать за их осуществимость, т. е. если плательщик не выполнит свое обязательство платежа, претензии покупателя векселя не могут быть предъявлены к продавцу векселя.

В случае уступки требования путем индоссамента лицо, передающее вексель, отвечает как за недействительность имущественных прав, например, оно отвечает за то, что вексель окажется поддельным, так и за их осуществимость, т. е. в случае, если плательщик не заплатит по векселю, оплачивать его придется индоссанту как предыдущему держателю векселя (точнее — каждому из предыдущих держателей, включая и векселедателя).

С формальной стороны можно указать еще на следующие различия между этими двумя формами уступки требования:

- индоссамент есть приказ, т. е. одностороннее действие, векселедержателя, а цессия представляет собой двусторонний договор;
- индоссамент может быть как именованным, так и предъявительским, а цессия всегда только именная передача;
- индоссамент оформляется только подписью на векселе или на добавочном к нему листе, называемом аллонж; цессия может быть оформлена как договорной подписью на самой цен-

ной бумаге, так и в виде самостоятельного (обычного) договора купли-продажи ценной бумаги.

Учет векселя. *Учет векселя* — это покупка векселя до наступления срока платежа по нему. Поскольку денежные средства обычно сосредоточены у банка, постольку покупателем векселей чаще всего выступают банки.

Инвестор может досрочно обменять свой вексель на деньги, как правило, в банке, но на меньшую сумму денег, чем та, которую ему должен вернуть эмитент (т. е. должник по векселю). Поскольку вексель есть форма денег, постольку его, как и чек, нельзя купить-продать. Досрочный обмен векселя на деньги внешне представляется его куплей-продажей, так как последняя является по форме обменом векселя на деньги. На самом деле этот обмен всегда есть только кредитное отношение, потому что тот, кто «покупает» вексель за деньги, через установленный срок снова получит их при погашении векселя. Покупатель векселя есть всегда кредитор, который дает кредит, а затем получает его обратно с процентами от плательщика по векселю. Продавец векселя, который получает деньги за вексель, например от банка, на самом деле не продает его, а лишь возвращает (частично) ту ссуду, которую он дал эмитенту. Таким образом, и покупатель векселя, и его продавец в сделке купли-продажи векселя являются сторонами кредитного отношения, но только не одного и того же, а двух разных, но замыкающихся на эмитенте векселя.

Учет векселя состоит в том, что векселедержатель, нуждающийся в деньгах, передает (продает) вексель банку по индоссаменту до наступления срока платежа по нему и получает за это вексельную сумму за вычетом, внешне как бы за досрочное получение денег, определенного процента от этой суммы, называемого *учетным процентом, или дисконтом банка*. Размер учетного процента устанавливается самим банком в зависимости от платежеспособности векселедержателя, представившего вексель к учету, и рассчитывается по формуле

$$Д = N \cdot t \cdot r / 100 T, \quad (3.14)$$

где $Д$ -- дисконт;
 N -- номинал векселя;
 t -- время, оставшееся до погашения векселя, дни;
 r -- учетная процентная ставка банка;
 T -- годового период (360 дней).

Потребность в учете векселя возникает в случае, если его держатель нуждается в деньгах и не может использовать вместо них имеющийся у него вексель в качестве средства платежа (платежей), а срок получения денег по векселю еще не наступил. Досрочное предъявление векселя к оплате, хотя и возможно, не дает ему никаких шансов, если плательщик не пожелает досрочно расплатиться по векселю (нет денег или по иным причинам). Единственное место на рынке, где, как правило, можно занять деньги, — это банк, назначение которого и состоит в торговле деньгами, а не товарами. Получая по индоссаменту вексель, банк может взамен передать только деньги, в которых и нуждается векселедержатель.

Для банка учет векселя есть обычная кредитная сделка. Внешне кажется, что банк дает ссуду векселедержателю под учетный процент с принятием от него в качестве залога предоставляемого им векселя. На самом деле векселедержатель путем индоссамента лишь уступает свои права по векселю банку, а потому должником по банковской ссуде является плательщик векселя. В этом кроется экономическая причина того, почему учетный процент вычитается из вексельной суммы, а не начисляется на нее, как это имеет место при обычном кредитовании. Сумма возвращаемого кредита банку уже зафиксирована размером вексельной суммы, а потому банк может получить свою плату за кредит не сверх его величины, а только путем вычета из вексельной суммы. При наступлении срока платежа по векселю его плательщик, возвращая вексельную сумму банку, возвращает как денежную сумму, за которую банк «купил» вексель у его держателя, так и учетный (банковский) процент, под который банк ссужает деньги своим клиентам.

Переучет векселя. Продажа ранее купленного банком векселя либо другому банку, либо центральному банку страны называется *переучетом векселя*. Такого рода операции имеют место в случае, когда у самого банка возникает потребность в дополнительных денежных средствах. Переучет векселя осуществляется в том же порядке, что и учет векселя.

Вексельный рынок. В широком понимании *вексельный рынок* — это отношения по поводу выпуска, обращения и погашения векселей. В более узком понимании вексельный рынок охватывает только вексельное обращение. Но поскольку последнее состоит из обращения векселей как платежных средств (кредитных денег) и как товаров (в случае их учета — обмена на деньги), постольку существует еще более узкое понимание вексельного рынка как рынка учета векселей.

В узком понимании **вексельный рынок** — это рынок купли-продажи, или учета и переучета векселей.

Основные черты вексельного рынка как рынка их купли-продажи:

- представляет собой по преимуществу банковский рынок;
- его участники — векселедержатели и учетные банки;
- в обычных условиях намного менее спекулятивный рынок, чем рынок акций или облигаций;
- непосредственно доходный рынок лишь для банков как покупателей векселей; доход банка по векселю — учетный процент.

Процедура осуществления платежа по векселю, или погашение векселя. Последовательность действий осуществления платежа по векселю строго регламентирована и включает следующие основные моменты:

- *установление срока платежа* — при определении срока погашения векселя не учитывается день, в который он выписан. В случае, когда день погашения приходится на нерабочий день, вексель должен быть погашен в ближайший рабочий день;
- *предъявление векселя к оплате* — вексель предъявляется к оплате в месте нахождения плательщика, если в векселе не указано иное место;
- *сроки платежа по векселю* — плательщик должен осуществить платеж немедленно по предъявлении векселя, если это предъявление произведено в установленный векселем срок. Отсрочка платежа по векселю допускается только в случае возникновения обстоятельств непреодолимой силы. Предъявление векселя к оплате до срока его погашения не обязывает должника платить по нему, равно как и не может быть удовлетворено требование должника к векселедержателю принять платеж до срока погашения векселя;
- *возможность частичной оплаты* — должник может оплатить в день погашения векселя только часть суммы, а векселедержатель не имеет права не принять платеж. В данном случае на лицевой стороне векселя делается отметка о погашении части вексельной суммы. Векселедержатель имеет право опротестовать непоплаченную сумму и предъявить иск к любому из всех обязанных по векселю лиц в размере непоплаченной суммы.

Отличия векселя от акции и облигации. Вексель есть такая же долговая ценная бумага, как и облигация, а потому у него относительно меньше отличий от облигации, чем от акции.

Ключевое отличие векселя от акции состоит в том, что вексель — это долговая, а акция — долевая ценная бумага.

Основные отличия векселя одновременно от этих обеих ценных бумаг следующие:

- имеет международный характер, а законодательство вексельное право по акции и облигации — национальный;
- вексель есть неэмиссионная ценная бумага, а акция и облигация — эмиссионные;
- вексель выпускается только в документарной форме, а акция и облигация могут выпускаться в любом виде;
- вексель передается преимущественно по индоссаменту, а акция и облигация — только путем цессии (договора);
- эмитентом векселя могут быть как юридические, так и физические лица, а эмитентом акций и облигаций — только юридические лица;
- вексель может использоваться как платежно-расчетное средство, а расчеты с помощью акций или облигаций не разрешаются.

3.6. Чек

Определение. В соответствии со ст. 877 ГК РФ *чек* — это ценная бумага, содержащая ничем не обусловленное распоряжение чекодателя банку произвести платеж указанной в нем суммы (денег) чекодержателю.

Основные характеристики. Чек — это ценная бумага, относящаяся к виду:

- срочной;
- документарной;
- неэмиссионной;
- предъявительской, именной или ордерной;
- долговой;
- бездоходной; любого вида указание в чеке о начислении процентов на сумму платежа считается ненаписанным, т. е. недействительным.

Реквизиты. Обязательными реквизитами чека являются:

- наименование — чек;
- поручение плательщику (банку) выплатить определенную сумму денег;
- наименование плательщика и реквизиты счета, с которого должен быть произведен платеж;
- валюта платежа;

- дата и место составления чека;
- подпись чекодателя.

Единство чека и векселя. Чек есть особая юридическая форма переводного векселя, плательщиком по которому всегда является банк. Это вытекает из его кругооборота, совершенно идентичного кругообороту переводного векселя (рис. 3.8).



Рис. 3.8. Схема отношений, лежащих в основе чека

Владелец банковского счета может получить в этом банке чек или чековую книжку на несколько чеков. С помощью чека владелец банковского счета может расплачиваться за товары, услуги и работы. В результате чек становится:

- средством платежа, т. е. одной из форм кредитных денег;
- заменителем действительных денег или тех денег, которые в каждой стране эмитирует само государство.

Чеки имели широкое хождение в развитых странах, но сейчас они во многом вытеснены из расчетов разнообразными электронными средствами платежа — банковскими карточками. В тех случаях, когда такого рода обращение чеков является широко распространенным в стране, чек превращается в некий сертификат наличных денег, т. е. в представителя любой суммы денег без ее существования в виде определенного количества банкнот, которые выпускаются от лица государства. Экономический эффект от широкого обращения чеков состоит в экономии затрат на печатание и обращение наличных денег.

В российской практике чеки не получили массового распространения, и в настоящее время идет активный переход в сфере выдачи денежных доходов населению и оплаты товаров и услуг сразу от наличных расчетов к самым современным способам расчетов на основе банковских карт.

Виды чеков. В российской практике наиболее распространенными являются два вида чеков — расчетный и денежный.

Расчетный чек не допускает его оплаты наличными деньгами. Он служит только для безналичных перечислений средств с одного счета на другой.

Денежный чек предназначен только для получения наличных денег в банке, что обычно требуется при выдаче заработной платы.

Обращение. Предъявительский и ордерный чеки передаются, как и другие аналогичные ценные бумаги: предъявительский — путем вручения, ордерный — путем индоссамента. В переводном чеке индоссамент на плательщика (на банк) имеет силу расписки за получение платежа. Индоссамент, совершенный плательщиком, считается недействительным.

Именной чек не подлежит передаче вообще.

Платеж по чеку, как и по переводному векселю, может быть полностью или частично гарантирован путем аваля.

3.7. Банковский сертификат

Определение. Понятие банковского сертификата дано в ст. 844 ГК РФ: **сберегательный (депозитный) сертификат** — это ценная бумага, удостоверяющая сумму вклада, внесенного в банк, и права вкладчика (держателя сертификата) на получение по истечении установленного срока суммы вклада и обусловленных в сертификате процентов в банке, выдавшем сертификат, или в любом филиале этого банка.

Сберегательный сертификат — это банковский сертификат, вкладчиком по которому является физическое лицо (гражданин).

Депозитный сертификат — это банковский сертификат, вкладчиком по которому является юридическое лицо.

По своей исходной природе банковский сертификат — это особая (товарная) форма существования договора банковского вклада.

Основные характеристики. Как ценная бумага банковский сертификат имеет следующие особенности:

- » срочный; депозитные сертификаты могут выпускаться на срок до одного года, а сберегательные — на срок до трех лет;
- « документарный;
- » предъявительский или именной;
- неэмиссионный;
- доходный.

Реквизиты. Банковский сертификат должен иметь следующие обязательные реквизиты:

- наименование — депозитный, или сберегательный, сертификат;
- причину выдачи сертификата — внесение депозита, или сберегательного вклада;
- дату внесения депозита, или сберегательного вклада;
- размер депозита, или сберегательного вклада, оформленного сертификатом (прописью и цифрами);
- безусловное обязательство банка вернуть сумму, внесенную в депозит или на вклад;
- дату востребования вкладчиком суммы по сертификату;
- ставку процента за пользование депозитом или вкладом;
- сумму причитающихся процентов;
- наименование и адреса банка-эмитента и для именного сертификата — вкладчика;
- подписи двух лиц, уполномоченных банком на подписание такого рода обязательств, скрепленные печатью банка.

Отсутствие хотя бы одного из указанных реквизитов означает потерю статуса сертификата как ценной бумаги.

Банк, который имеет право выпускать свои сертификаты, может включать в бланк сертификата дополнительные реквизиты, не противоречащие действующему законодательству.

Порядок выпуска. Отличительная особенность банковского сертификата (как это следует даже из его названия) состоит в том, что он является единственным видом ценной бумаги, выпускать которую может исключительно банк.

Условия выпуска и обращения банковских сертификатов должны быть зарегистрированы в порядке, определяемом Центральным банком РФ и федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Поскольку выпуск сберегательных сертификатов затрагивает интересы населения, постольку, в отличие от депозитных, сберегательные сертификаты могут выпускать только банки, отвечающие следующим требованиям:

- занимающиеся банковской деятельностью не менее года;
- опубликовавшие годовую отчетность (баланс и отчет о прибылях и убытках), подтвержденную аудиторской фирмой;
- соблюдающие банковское **законодательство** и нормативные **акты ЦБ РФ**, в том числе его директивные экономические нормативы;
- создавшие резервный фонд в размере не менее 15% от фактически оплаченного уставного капитала;

- имеющие резервы на возможные потери по ссудам в соответствии с требованиями ЦБ РФ.

Выпуск банковских сертификатов может осуществляться как сериями, так и в разовом порядке.

Обращение. Банковские сертификаты на предъявителя передаются путем вручения, а именные — путем оформления цессии на оборотной стороне сертификата (скрепляется подписями и печатями сторон, участвующих в сделке).

Расчеты по депозитным сертификатам осуществляются только в безналичном порядке, а по сберегательным — как в наличном, так и в безналичном.

Банковский сертификат, в отличие от векселя и чека, не может служить средством платежа в любых расчетах.

С наступлением срока платежа по банковскому сертификату выплачивается денежная сумма, равная первоначальному вкладу и установленной сумме процентов за весь срок обращения сертификата, независимо от времени его приобретения последним владельцем.

При досрочном предъявлении любого вида сертификата к оплате банком выплачиваются сумма вклада и проценты, но последние лишь в размерах, выплачиваемых по вкладам до востребования, если по условиям сертификата не установлен их иной размер.

Цена сертификата. Купля-продажа банковских сертификатов между инвесторами осуществляется по рыночной цене, в основе которой лежит следующий расчет:

$$C_c = LC(1 + r(T-t)/365) \quad (3.15)$$

где C_c — текущая цена банковского сертификата;

N — сумма вклада (номинал сертификата);

z — процентная ставка по сертификату, доли;

T — число дней, на которое выпущен сертификат;

t — количество дней, остающееся до погашения сертификата.

Банковский сертификат и капитал банка. Когда банк эмитирует свои облигации, то полученные денежные средства представляют собой его заемный капитал и включаются в состав того его капитала, который служит основой для определения (расчета) важнейших финансовых нормативов коммерческого банка.

В отличие от акций и облигаций, банковские сертификаты относятся к так называемым привлеченным средствам. Таким образом, полученные от их эмиссии денежные средства относятся к таким пассивам банка, как: остатки на счетах, депозиты юриди-

ческих лиц и граждан, полученные займы на межбанковском рынке, доходы от операций репо и учета векселей, банковские векселя (коммерческие бумаги) и др.

3.8. Закладная и другие ипотечные ценные бумаги

3.8.1. Закладная

Определение. *Закладная* — это именная ценная бумага, которая удостоверяет права ее владельца в соответствии с договором об ипотеке (залоге недвижимого имущества) на получение денежного обязательства или указанного в нем имущества.

Основанием для выпуска закладной служит обязательное заключение договора об ипотеке (залоге недвижимого имущества).

Основные характеристики. Закладная имеет следующие характерные качества:

- долговая;
- документарная;
- срочная; выпускается на срок, на который заключается договор об ипотеке;
- именная;
- неэмиссионная;
- доходная.

Обязательные реквизиты. Как всякая ценная бумага, закладная имеет обязательные реквизиты;

- наименование — закладная;
- имя залогодателя и его адрес;
- имя первоначального залогодержателя и его адрес;
- название денежного обязательства, обеспечиваемого ипотекой;
- имя должника (если он не залогодатель) и его адрес;
- размер суммы обязательства (включая проценты) или порядок ее определения;
- сроки уплаты суммы (сумм) обязательства;
- описание имущества, передаваемого в залог, его местонахождение и денежная оценка;
- наименование права, в силу которого имущество, передаваемое в залог, принадлежит залогодателю, и органа регистрации этого права с указанием реквизитов регистрации и сроков его действия;

- наличие прав третьих лиц на закладываемое имущество;
- подписи залогодателя и должника;
- время и место нотариального удостоверения договора об ипотеке и сведения о его государственной регистрации.

Отличительной особенностью «оформления» закладной является тот факт, что она может быть очень «объемной» ценной бумагой. Кроме (как, например, в векселе) добавочного листа (аллонжа) для осуществления индоссаментов, она может иметь неограниченное число приложений, т. е. других документов, в которых указываются условия ипотеки или права по закладной, повторяющие положения договора об ипотеке или развивающие их. Все такого рода добавочные листы и всевозможные приложения (если в них содержится соответствующее указание) являются неотъемлемой частью закладной как единой ценной бумаги.

Порядок выпуска. Выпуск закладной включает ряд действий:

- заключение договора об ипотеке. Выпуск закладной неразрывно связан с наличием договора об ипотеке. Последний вполне может иметь место и без выпуска закладной, но выпуск закладной без такого договора невозможен вообще. Закладная как ценная бумага появляется только тогда, когда в указанном договоре содержится положение о том, что права залогодержателя удостоверяются закладной;
- составление (выписка, оформление) закладной лицом (залогодателем), которое передает свое имущество в залог по обязательству другому лицу (залогодержателю). При этом сам залогодатель не обязательно является должником перед залогодержателем, а может быть гарантом исполнения должником своих обязательств перед залогодержателем и должником;
- передача закладной первоначальному залогодержателю. Выдача закладной осуществляется органом государственной регистрации договора об ипотеке, но только после государственной регистрации самого договора.

Главная экономическая причина, по которой залогодержатель может быть заинтересован в наличии у него закладной по договору об ипотеке, состоит в том, что он может ее при необходимости снова превратить в деньги. Залогодержатель не исключает возможности того, что денежные средства, которые он дал в займы владельцу недвижимости, могут понадобиться ему раньше, чем последний обязан их вернуть в соответствии с заключенным договором. Продав по индоссаменту закладную, залогодержатель получает

необходимые ему денежные средства, а **покупатель закладной** становится новым залогодержателем.

Регистрация закладной, как при ее выпуске, так и при дальнейшей передаче, осуществляется в органе государственной регистрации ипотеки в Едином государственном реестре прав на недвижимое имущество.

Запрещается выпуск закладных, если предметом ипотеки выступают!:

- предприятие как единый имущественный комплекс;
- земельные участки, подпадающие под действие *Федерального закона «Об ипотеке (залоге недвижимости)»*[^]
- леса;
- права аренды на перечисленные объекты.

Не разрешается выпуск закладных в том случае, когда сумма долга **по** договору об ипотеке не может быть определена ни на момент его подписания, ни в дальнейшем.

Обращение. Передача прав по закладной осуществляется в том же порядке, что и по векселю, т. е. путем совершения на ней (или на добавочном листе к ней) передаточной надписи (индоссамент) и передачи ее новому **владельцу**. Никаких ограничений по обращению закладной нет.

Как и другие ценные бумаги, закладная может передаваться в залог, быть объектом купли-продажи, дарения, переходить по наследству и т.д.

В случае, если новый (а не первоначальный) законный владелец закладной обнаружит ее несоответствие, согласно договору об ипотеке, обязательству, которое обеспечивается закладной, верным считается содержание закладной, и ее владелец может потребовать от ее составителя устранения выявленного несоответствия путем аннулирования существующей закладной и выдачи ему новой, если только он сделает это сразу же, как только ему это стало известно. При этом все убытки, возникшие в данной ситуации, несет составитель **закладной**.

3.8.2. Облигация с ипотечным покрытием

Определение. В соответствии со ст. 2 Федерального закона от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах», **облигация с ипотечным покрытием** — это облигация, исполнение обязательств по которой обеспечивается **залогом** ипотечного покрытия. К объектам **ипотечного** покрытия относятся требования, вытекающие из договоров залога недвижимого имущества (ипотеки),

втом числе удостоверенные закладными, ипотечные сертификаты участия, денежные средства (включая иностранную валюту), государственные ценные бумаги, недвижимое имущество.

По российскому законодательству облигация с ипотечным покрытием есть «глубокая» разновидность *облигации с обеспечением*, одним из видов которого является залог. (Другими возможными видами обеспечения облигации могут быть: поручительство, банковская гарантия, государственная или муниципальная гарантия.) Облигация с обеспечением в виде залога называется *облигация с залоговым обеспечением*. Когда же в качестве основы последнего выступает залог недвижимого имущества, возникает *облигация с ипотечным покрытием*.

Наличие или отсутствие того или иного вида обеспечения облигации не оказывает никакого влияния на ее сущность как облигации вообще. Обеспечение имеет значение для снижения риска или увеличения надежности, гарантирования исполнения обязательств по облигации, отражается в ее рыночной цене, уровне доходности, составе инвесторов.

Основные характеристики. Те же самые, что и улюбой облигации:

- долговая;
- эмиссионная;
- доходная;
- документарная или бездокументарная;
- срочная. Ипотечная облигация не может выпускаться на срок, не превышающий длительности исходного договора ипотеки, которая не может быть менее одного года и превышать 40 лет;
- предъявительская или именная;
- номинированная.

Порядок выпуска. В отличие от других видов облигаций, эмиссия облигаций с ипотечным покрытием может осуществляться не любыми участникам рынка, а лишь кредитными организациями и ипотечными агентами. *Ипотечный агент* — это профессиональный участник рынка, исключительным предметом деятельности которого является приобретение требований по кредитам (займам), обеспеченным ипотекой, и (или) закладных.

Кроме указанных участников рынка, никто не вправе осуществлять выпуск подобного рода ценных бумаг.

В остальном эмиссия данного вида облигаций осуществляется в порядке, общем для всех облигаций, и будет рассмотрена в разделе 3.8.3.

Обращение. Облигации с ипотечным покрытием свободно обращаются на вторичном рынке до момента своего погашения.

Владелец данной облигации вправе требовать ее досрочного погашения эмитентом в случаях, если:

- размер ипотечного покрытия окажется меньше размера обязательств по облигациям;
- нарушен порядок замены имущества, составляющего ипотечное покрытие;
- имеются другие нарушения со стороны эмитента по сравнению с теми правилами, которые установлены по закону или в решении о выпуске данной облигации.

3.8.3. Ипотечный сертификат участия

Определение. Согласно ст. 2 Федерального закона от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» *ипотечный сертификат участия* — это именная ценная бумага, удостоверяющая долю ее владельца в праве общей собственности на ипотечное покрытие, право требовать от выдавшего ее лица надлежащего доверительного управления ипотечным покрытием, право на получение денежных средств, полученных во исполнение обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие, а также иные права, предусмотренные Законом.

Ипотечный сертификат участия по своему содержанию является близким аналогом инвестиционного пая.

Основные характеристики. Ипотечный сертификат участия имеет те же характеристики, что и инвестиционный пай:

- доверительная ценная бумага. Устанавливает одинаковую долю в праве общей собственности на ипотечное покрытие. Но в отличие от владельцев инвестиционных паев открытых и интервальных ПИФов владельцы ипотечных сертификатов участия могут принимать участие в работе общего собрания таких владельцев с правом голоса (один сертификат дает один голос);
- именная;
- бездокументарная;
- неэмиссионная — количество находящихся в обращении ипотечных сертификатов участия законодательно не ограничивается, но обязательно указывается в правилах доверительного управления соответствующим ипотечным покрытием;
- безноминальная;

- доходная — доход по ипотечному сертификату участия представляет собой выплату денежных средств за счет платежей, полученных по обязательствам, требования по которым составляют ипотечное покрытие;
- срочная — поскольку срок действия договора доверительного управления ипотечным покрытием не может превышать 40 лет, постольку и ипотечный сертификат участия не может выпускаться на больший срок.

Порядок выпуска. Выпуск ипотечных сертификатов участия не является эмиссионной процедурой. Он может осуществляться не всеми участниками рынка, а лишь коммерческими организациями, имеющими лицензии (разрешения) на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами. Кроме указанных участников рынка, никто не вправе осуществлять выпуск подобного рода ценной бумаги.

Выпуск ипотечных сертификатов означает одновременно:

- возникновение общей долевой собственности на ипотечное покрытие;
- учреждение доверительного управления этим ипотечным покрытием (заключение и присоединение к договору доверительного управления).

Обращение. Аналогично инвестиционным паям открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов, паи которых обращаются между инвесторами, ипотечные сертификаты участия свободно обращаются на рынке, в том числе и через организаторов торговли на рынке ценных бумаг, т. е. прежде всего на фондовых биржах.

3.9. Складское свидетельство

Определение. В соответствии с сост. 912 ГК РФ *складское свидетельство* — это ценная бумага, удостоверяющая принятие товара на хранение по договору складского хранения.

Хранение товара в своей основе есть продолжение процесса его производства в сфере обращения. Произведенный товар необходимо продать, а для этого требуется сформировать из него оптовые партии на продажу, придать ему необходимый товарный вид (упаковать и т.п.), заключить договоры на продажу покупателей и т.п. Кроме того, следует накопить оптимальный товарный запас (резерв) на случай сезонных колебаний или изменений спроса на него.

Хранение товара на складе участника рынка, оказывающего складские услуги, связано с временным отчуждением товара его владельцем. Поэтому данное рыночное отношение есть по определению ссудное отношение, но не отношение ссудного капитала. За хранение товара его владелец сам уплачивает деньги владельцу склада, а не получает от него процентный доход как в случае облигации. Поэтому складское свидетельство — это просто товарная ценная бумага, а недоходная ценная бумага, не капитал, приносящий доход.

Основные характеристики. Процесс отчуждения товара в процессе его хранения отличается от отчуждения денег (имущества) в процессе кредитования, поэтому характеристики складского свидетельства отличны от характеристик, например, облигации. Складское свидетельство — это ценная бумага:

- долговая;
- неэмиссионная;
- бездоходная;
- документарная;
- срочная — срок существования данной ценной бумаги зависит от срока хранения товара на складе;
- предъявительская или именная в зависимости от вида складского свидетельства;
- номинированная — в качестве номинала складского свидетельства выступает не денежная сумма, а количество определенного товара, принятого на хранение, т. е. товар, рассматриваемый с количественной стороны его потребительской стоимости, а не его стоимости (цены).

Виды. Складское свидетельство может существовать в двух разновидностях (рис. 3.9):

- *простое* — это складское свидетельство, которое выдается на предъявителя:



Рис. 3.9. Виды складских свидетельств по российскому законодательству

- **двойное** — это складское свидетельство, состоящее из двух обособленных частей: складского свидетельства и залогового свидетельства (варранта).

В двойном складском свидетельстве каждая его часть представляет собой самостоятельную ценную бумагу.

Складское свидетельство как часть двойного свидетельства — это ценная бумага, которая предоставляет право своему владельцу распоряжаться товаром, но он не может забрать товар со склада без одновременного предъявления залогового свидетельства.

Залоговое свидетельство (варрант) — это ценная бумага, которая предоставляет другому ее владельцу, а не держателю складского свидетельства, право залога на товар в размере выданному по этому залоговому свидетельству кредита и процентов по нему. При залоге товара делается соответствующая отметка и на складском свидетельстве.

Обязательные реквизиты:

- наименование и место нахождения склада;
- номер по реестру склада;
- наименование и место нахождения товаровладельца (только для двойного складского свидетельства);
- наименование и количество хранимого товара;
- срок хранения или указание на хранение товара до востребования;
- размер и порядок оплаты за хранение;
- дата выдачи;
- подписи, печати склада.

Складское свидетельство, в котором какой-то реквизит отсутствует, перестает быть ценной бумагой и превращается в обычную складскую расписку.

Порядок выпуска. Складское свидетельство того или иного вида выдается товарным складом по требованию товаровладельца. Простое складское свидетельство удобно для товаровладельца, когда он собирается продать свой товар, хранимый на складе. Но оно может непосредственно использоваться и в качестве залога при иных рыночных операциях.

Двойное складское свидетельство необходимо в том случае, если товаровладелец собирается систематически использовать товар в качестве залога для каких-то рыночных операций и в то же время ему необходимо производить с товаром какие-то действия, пока он хранится на складе.

Обращение. Простое складское свидетельство обращается путем вручения его новому владельцу хранящегося на складе товара.

Обращение обеих частей двойного **складского** свидетельства может происходить:

- посредством передаточной надписи (индоссамента);
- вместе или порознь.

Выдача товара по простому складскому свидетельству совершается в обмен на это свидетельство, выдача товара по двойному складскому свидетельству возможна лишь в обмен на обе его части одновременно. При отсутствии у держателя складского свидетельства залогового свидетельства товар может быть выдан лишь при условии предъявления квитанции об уплате всей суммы долга по залоговому свидетельству.

Цена складского свидетельства. Цена складского свидетельства складывается из цены хранимого на складе товара и издержек по его хранению. Текущие издержки по хранению товара оплачивает держатель складского свидетельства простого или как части двойного.

3.10. Коносамент

Определение. Коносамент — это ценная бумага, удостоверяющая заключение договора перевозки груза (ст. 785 ГК РФ).

Коносамент представляет собой «товарную» разновидность транспортной накладной по аналогии с тем, что складское свидетельство есть складская расписка в форме товара. Коносамент является товарной ценной бумагой.

Основные характеристики. При перевозке товара, также как и в процессе его хранения, имеет место временное отчуждение товара от его владельца, что означает наличие ссудного отношения, но не в форме отношения кредитования. Поэтому характеристики коносамента аналогичны характеристикам складского свидетельства и соответственно отличны от характеристик доходных долговых ценных бумаг. Коносамент есть ценная бумага:

- долговая;
- неэмиссионная;
- бездоходная;
- документарная;
- срочная — срок существования данной ценной бумаги зависит от времени транспортировки товара;
- предъявительская или именная в зависимости от вида складского свидетельства;
- номинированная — в качестве номинала коносамента, как и складского свидетельства, выступает не денежная сумма, а только натуральное количество перевозимого товара;

- предъявительская, именная или ордерная.

Порядок выпуска. Коносамент выдается грузоперевозчиком. Он активно используется при перевозке грузов в международном сообщении и представляет собой ценную бумагу, которая удостоверяет его погрузку, перевозку и право на получение, т. е. в конечном счете право владения перевозимым грузом.

К коносаменту обязательно прилагается страховой полис на перевозимый груз. Кроме того, выдача коносамента может сопровождаться выпиской каких-то дополнительных документов, связанных с перевозкой груза, его хранением и сохранностью, которые в том числе необходимы для прохождения таможенных процедур и т.д.

Коносамент является документом, в котором не возможны никакие изменения.

Обычные реквизиты коносамента:

- наименование судна;
- наименование фирмы-перевозчика;
- место приема груза;
- наименование отправителя груза;
- наименование получателя груза;
- наименование груза и его главные характеристики;
- время и место выдачи коносамента;
- подпись капитана судна.

Обращение. Коносамент может свободно передаваться между заинтересованными участниками рынка, поскольку он обслуживает обращение товара во время его перевозки.

Цена коносамента. Как и в случае со складским свидетельством, цена коносамента полностью определяется стоимостью перевозимого груза и затратами на его перевозку.

3.11. Производные финансовые инструменты на ценные бумаги

Производный финансовый инструмент — это срочный контракт, отношения между сторонами которого сводятся к выплате одной из сторон контракта другой разницы между ценой актива, зафиксированной в контракте, и рыночной ценой этого же актива на момент расчета по контракту. Как следует из приведенного определения, актив контракта может быть совершенно любым, лишь бы имело место изменение его рыночной цены во времени.

Рыночные цены на обращающиеся на фондовом рынке ценные бумаги, прежде всего на акции и облигации, подвержены суще-

ственным изменениям во времени, а потому **производные** финансовые инструменты именно на фондовые активы занимают ведущее место на рынке этих инструментов.

Основными видами производных финансовых инструментов являются фьючерсные и опционные контракты, а также своп-контракты.

Производный инструмент, называемый фьючерсный контракт. Сам по себе *фьючерсный контракт (фьючерс)* — это стандартный биржевой договор купли-продажи в данном случае фондового актива через определенный срок в будущем по цене, установленной сторонами сделки в момент ее заключения. Фьючерсные контракты заключаются только на биржах и не могут быть заключены вне биржи.

Фьючерсный контракт превращается в производный инструмент в силу того, что любая заключившая его сторона может досрочно ликвидировать свои обязательства по нему путем занятия противоположной позиции по вновь заключенному аналогичному фьючерсу или заключения обратной сделки. Если разница в ценах данных контрактов окажется положительной для этого участника рынка, то он получит прибыль, если отрицательной — уплатит убыток в пользу другого участника рынка.

На практике заключение фьючерсного контракта выглядит как простая его купля-продажа. Участник «А» купил фьючерс (т. е. на самом деле заключил его в положении покупателя ценной бумаги) на фондовый актив по 100 руб., а через какое-то время продал этот же фьючерс (т. е. на самом деле заключил новый, но абсолютно аналогичный, фьючерс в положении продавца ценной бумаги, или заключил обратную сделку) по 120 руб. (или по 80 руб.). В результате его взаимно противоположные абсолютно идентичные обязательства (т. е. обязательства по прямой и обратной ей сделке) сальдируются и ему выплачивается 20 руб. в качестве дохода (или, наоборот, он уплачивает в пользу биржи 20 руб. своих средств, т. е. несет убыток).

Во фьючерсной торговле, в отличие от действительной торговли, ценная бумага продается и покупается таким образом, что ее участники получают разницу в ценах без перемещения самих ценных бумаг между ними.

Основные виды фьючерсов на фондовые активы: фьючерсы на фондовые индексы, фьючерсы на государственные облигации (разновидность процентных фьючерсов), фьючерсы на наиболее активно торгуемые акции компаний.

Производный инструмент, называемый биржевой опцион. Опционный контракт — это договор, в соответствии с которым одна из

его сторон — держатель (покупатель) — получает право выбора: купить (продать) рыночный актив по заранее установленной цене (цене подписки) или отказаться от этого права в течение установленного срока или на дату его истечения (дату экспирации). За это право она уплачивает другой стороне договора, называемой подписчиком (продавцом), согласованную между ними сумму денег — премию, или цену опциона.

Биржевой опцион — это стандартный биржевой опционный контракт фьючерсного рынка. Купля-продажа биржевого опциона осуществляется в том же порядке, что и описанная выше купля-продажа фьючерсного контракта. Разницей в ценах в данном случае является разница в премиях опциона. В свою очередь, цена опциона находится в непосредственной зависимости от динамики цены фондового актива опционного контракта.

Биржевые опционы имеют те же самые фондовые активы, что и фьючерсные контракты. Но, кроме того, существуют и биржевые опционы на фьючерсные контракты.

Производный инструмент, называемый своп-контракт. *Своп-контракт* есть договор, в соответствии с которым одна из его сторон уплачивает в обозначенный договором срок (сроки) разницу между ценой актива, зафиксированной в договоре, и рыночной ценой этого актива на дату расчета. В противоположность механизму фьючерсного контракта как производного инструмента можно сказать, что в своп-контракте соединяются прямая и обратная сделки. Поэтому данный вид контракта не нуждается в бирже.

Своп-контракты — это внебиржевые договоры, и заключаются они между участниками рынка самостоятельно или с помощью специальных рыночных посредников, которые называются своп-банками или своп-дилерами.

Поскольку своп-контракты есть непосредственно сделки на разницу в ценах, т. е. они не существуют в виде прямых сделок купли-продажи товарного актива, постольку они пока не относятся к договорам, интересы участников которых подлежат судебной защите.

Наиболее распространенными видами своп-контрактов в мировой практике являются процентные свопы, когда в виде разницы в ценах выступает разница в процентных ставках, например, по облигациям, кредитам, депозитам (процентные свопы, контракты *FRA* и др.). Существуют своп-контракты на разницу в ценах товаров (товарные свопы), на разницу в валютных курсах (расчетные форварды на валюту, контракты *FXA* и др.) и на другие рыночные активы и их сочетания.

Применение производных финансовых инструментов. Производные инструменты применяются **в основном** для целей получения спекулятивного дохода, т. е. разницы в ценах как обычного дохода, и для защиты от различных рисков, имеющихсся на рынке, когда разница в ценах направляется на компенсацию убытка по рыночному активу, которым владеет участник рынка. Последнее принято называть термином *хеджирование*.

Пример. Рассмотрим простейший условный пример операции хеджирования, совершаемый владельцем фондового актива.

Исходные условия. Пусть инвестор владеет портфелем (т. е. совокупностью) акций на сумму 100 000 руб. Он предполагает, что в ближайшие пару месяцев цены на акции могут упасть и тогда его портфель существенно обесценится. Это очень невыгодно участнику рынка, например, по причине того, что данный портфель используется в качестве залога перед кредитующим его банком, а потому уменьшится и размер предоставляемой ему ссуды в эти месяцы.

Действия на фьючерсном рынке. Возможный вариант хеджирования состоит в том, что владелец портфеля продает 20 фьючерсов на фондовый индекс, каждый по текущей его цене 5000 руб., т. е. на общую стоимость портфеля акций. Предположим, что прогноз оправдался и через два месяца рыночные цены на акции снизились на 10%. Стоимость портфеля тогда составит лишь 90 000 руб. Но пусть на столько же снизилась и цена фондового индекса — до 4500 руб. Владелец портфеля акций закрывает свои позиции на фьючерсном рынке, покупая 20 фьючерсов на индекс по цене 4500 руб. Его прибыль от операций на фьючерсном рынке составит 10 000 руб. (продал 20 фьючерсов по 5000 руб., или за 100 000 руб., а купил 20 фьючерсов по 4500 руб., или за 90 000 руб.).

Общий финансовый результат. Падение цен на акции уменьшило стоимость портфеля акций до 90 000 руб. Однако благодаря операциям на фьючерсном рынке инвестор получил **прибыль в размере 10 000 руб.**, т. е. компенсировал временное уменьшение стоимости своего фондового портфеля. Совокупные активы, которыми располагает инвестор, равны по-прежнему 100 000 руб., но только складываются теперь из текущей рыночной стоимости портфеля акций, равной 90 000 руб., и прибыли от операций на фьючерсном рынке в размере 10 000 руб. (следовательно, если в нашем примере кредитование инвестора будет уменьшено банком, то он возместит недостаток своих финансовых ресурсов прибылью с фьючерсного рынка).

Таким образом, в совокупности описываемая ситуация и действия, которые предпринимает участник рынка, чтобы защититься в данном случае от вероятного падения рыночных цен на акции, и представляют собой хеджирование, или операцию хеджирования.

Для более подробного ознакомления с производными финансовыми инструментами и их использованием в условиях современного рынка необходимо обратиться к специальной экономической литературе.

Темы для рефератов

1. Сущность акции и ее отличия от облигации.
2. Способы выхода российских акций на мировой фондовый рынок.
3. Инвестиционный пай и его роль в привлечении частных инвестиций (сбережений).
4. Классификация облигаций на мировом рынке.
5. Роль государственных облигаций в современной экономике.
6. Вексельный рынок и его особенности.
7. Перспективы развития рынка ипотечных ценных бумаг в России.
8. Необходимость складских свидетельств и коносаментов в условиях современного рынка.
9. Основные функции рынка производных финансовых инструментов, основанных на ценных бумагах.
10. Отличие биржевых производственных инструментов от небиржевых.

Глава 4. ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

4.1. Понятие первичного рынка

Понятие первичного рынка. *Первичный рынок ценных бумаг* — это отношения между его участниками, в результате которых ценные бумаги выпускаются в обращение или появляются на рынке. Основой первичного рынка являются отношения между лицом (эмитентом), выдающим ценную бумагу и обязанным по ней, и лицом, получающим ценную бумагу (владельцем ценной бумаги — инвестором).

Понятия выпуска, размещения и эмиссии ценных бумаг по Федеральному закону «О рынке ценных бумаг». Понятие «выпуск» имеет два значения: 1) как объект, т. е. как определенное количество ценных бумаг; 2) как процесс или действие. В ФЗ «О рынке ценных бумаг» выпуск эмиссионных ценных бумаг — это совокупность ценных бумаг одного эмитента, предоставляющих их владельцам одинаковый объем прав и имеющих одинаковую номинальную стоимость. Здесь понятие «выпуск» имеет значение только объекта. Когда же говорят, например, о выпуске ценной бумаги в обращение, имеют в виду процесс ее появления на рынке. В этом состоит неудобство обычного использования данного понятия. Лишь из контекста фразы, в которой упоминается этот термин, становится понятным его семантическое значение, хотя в ряде случаев двойственность его трактовки сохраняется. Поэтому, если речь идет о процессе появления ценной бумаги на рынке, точнее говорить, что «ценная бумага *выпускается*», а не, например, «имеет место выпуск ценной бумаги ее эмитентом».

Понятие «выпуск ценных бумаг», приводимое в указанном Законе, полностью увязано с другим важным понятием — «размещение». *Размещение эмиссионных ценных бумаг* — это *отчуждение* эмиссионных ценных бумаг эмитентом первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок. В результате в Законе термин «выпуск» имеет значение только объекта, а термин «размещение» — только процесса, совершаемого с ценной бумагой.

В Законе устанавливается и третье ключевое понятие — «эмиссия». *Эмиссия* — это последовательность действий эмитента по раз-

мешению эмиссионных ценных бумаг. Размещение представляет один из этапов процедуры эмиссии. Поскольку размещение эмиссионных ценных бумаг в данном контексте является лишь одним из этапов процедуры эмиссии, то само размещение трактуется только как часть более общего понятия — «эмиссия».

Итак, логическая связь приведенных в Законе понятий следующая. Эмитент выводит на рынок определенное количество своих ценных бумаг, называемое выпуском, строго соблюдая последовательность действий — эмиссию, одним из равнозначных этапов которой является собственно сам процесс отчуждения, т. е. размещение.

В дальнейшем, когда речь будет идти об *эмиссионных* ценных бумагах, указанные значения их выпуска и размещения следует по возможности четко выдерживать.

Первичный рынок и эмиссия ценных бумаг. Первичный рынок есть более общее, более широкое понятие, чем эмиссия. Основные различия между ними состоят в следующем:

- сущностью отношений первичного рынка является сам процесс выведения ценной бумаги на рынок; сущностью эмиссии, наряду с таким же процессом, является и процедура государственной регистрации выпуска эмиссионной ценной бумаги;
- эмиссия — это порядок выхода на рынок только эмиссионных ценных бумаг; первичный рынок охватывает любые ценные бумаги, включая и те, у которых процедура эмиссии отсутствует;
- эмиссия есть предписываемая государством последовательность этапов выведения эмиссионной ценной бумаги на рынок; на первичном рынке эмитент может использовать (в рамках законов) самые разнообразные пути и способы выведения ценной бумаги на рынок, или, выражаясь иначе, его «собственный» первичный рынок может включать разные процедуры, разные «эмиссии»;
- первичный рынок представляет собой совокупность всех отношений всех участников рынка по поводу отчуждения ценной бумаги, прежде всего отношений между эмитентом и инвестором; эмиссия — это процедура, предписываемая только эмитенту, действия инвестора в ней непосредственно не регламентируются.

Выдача и распространение ценных бумаг. Если ценная бумага выпускается в единичных или небольших количествах и у нее имеется всего один или немного владельцев, то в таких случаях гово-

рят, что она выдана или выписана. Не подходит, например, выражение, что складское свидетельство «размещено» товарным складом владельцу товара, или что банк «размещает» чеки среди своих владельцев расчетных счетов.

Если какая-то ценная бумага выпускается в достаточно больших количествах, и поэтому число ее владельцев достаточно велико, то говорят, что она распределяется среди участников рынка. Она предлагается широкому кругу лиц, или размещается среди них. В Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» говорится лишь о размещении эмиссионных ценных бумаг, однако и некоторые другие виды ценных бумаг, например инвестиционные паи, обычно широко распространяются на рынке и в этом смысле тоже размещаются.

Термины «выдача» и «распространение» ценной бумаги имеют больше технический, чем хозяйственный (юридический) характер, так как в них не затрагиваются имущественные отношения.

Выпускаемая ценная бумага как носитель рыночных отношений. Ценная бумага есть прежде всего носитель отношений между ее эмитентом и инвестором. Она удостоверяет имущественные права инвестора по отношению к эмитенту.

Поскольку ценная бумага всегда выпускается в обращение путем ее обмена на деньги или другие товары, она становится носителем и отношений обмена на рынке, т. е. превращается в рыночный товар.

Статус ценной бумаги означает потенциальную возможность любой ценной бумаги быть товаром, обмениваться на любые другие товары (деньги и т.п.). С какой конкретной целью она ни выпускалась бы в обращение, в ней изначально заложена возможность ее последующего оборота, передачи от одного участника рынка к другому (от одного инвестора к другому), даже если ее эмитент и выпускает ее без этой цели. Другое дело, что не обязательно каждая конкретная ценная бумага, выпускаемая ее эмитентом, должна превратиться в товар. Она может быть выпущена и затем через установленное время погашена, так и не проявившись в качестве товара для остальных участников рынка. Но потенциальная возможность стать товаром для всех имеется у любой ценной бумаги, и большинство выпускаемых ценных бумаг становятся таким товаром.

Двойственность отношений первичного рынка. Первичный рынок в известном смысле соответствует стадии производства вещественного товара, однако на самом деле здесь имеет место лишь процесс обращения капитала, а не процесс его создания. Выпуска-

емая ценная бумага всегда предстает как замена капитала (товара, денег), а потому и как бы обмен этого капитала на нее.

Первичный рынок как экономическое явление существует всегда, когда ценная бумага только выпускается или появляется на рынке. Но первичный рынок далеко не всегда принимает вид «настоящего» рынка, т. е. как совокупность актов купли-продажи ценной бумаги. Например, выписывание (выдача) векселя, складского свидетельства и других видов ценных бумаг, которые нацелены просто на обслуживание оборота товаров или денег (т. е. не в качестве капитала), не существует (не оформляется) в качестве заключения сделки их собственной купли-продажи.

Только размещение ценной бумаги на рынке путем ее купли-продажи (обмена на другой рыночный актив) предстает как полноценный рынок. Но это имеет место тогда, когда ценная бумага выпускается в качестве капитала или, как принято говорить, с самого начала является объектом для инвестирования.

Первичный рынок как отношения, удостоверяемые ценной бумагой, есть составная часть рынка ссудных отношений, или стоимости, которая в своих рыночных формах товара или денег на время отчуждается ее владельцем.

Первичный рынок как отношения купли-продажи (товарного обмена) — это рынок ценной бумаги как товара.

Двойственный характер размещения эмиссионных ценных бумаг.

Сущность процесса размещения акций или облигаций вытекает из двойственного характера отношений, имеющих место на первичном рынке.

С одной стороны, любая ценная бумага удостоверяет заключение какого-то рыночного договора. Например, акция удостоверяет заключение договора учреждения акционерного общества и формирования его уставного капитала. Облигация удостоверяет заключение договора займа. Поэтому акция и облигация не являются предметом какого-то договора, а только удостоверяют его, т. е. они представляют собой особую юридическую форму существования такого договора, или форму существования эмиссионного договора.

С другой стороны, выпуск в обращение акции и облигации всегда сопровождается обратным движением, как правило, денег в сторону к эмитенту, а потому для инвестора и эмитента этот обмен имеет полную аналогию с процессом купли-продажи этих ценных бумаг. Происходит «перевертывание» всего отношения. Основой для заключения договора займа (или договора учреждения) становится договор купли-продажи ценной бумаги как обычного товара, или инвестиционный договор.

В результате размещение эмиссионной ценной бумаги представляет собой такие отношения между ее эмитентом и инвестором, в которых ценная бумага является одновременно *и документом*, удостоверяющим договор займа или иной юридический договор, *и предметом обмена* (предметом договора купли-продажи или аналогичного ему договора товарного обмена). Иначе, размещение эмиссионной ценной бумаги есть одновременно и договор учреждения или займа, и договор обмена (обычно купли-продажи), но при этом именно договор обмена, или инвестиционный договор, является той юридической формой, в которой только и проявляется эмиссионный договор.

В то же время, например, выдача складского свидетельства или коносамента — это только удостоверение соответствующего договора хранения или перевозки, но не обмен ценной бумаги на деньги. Складское свидетельство (или коносамент) в данном случае только удостоверяет заключение договора хранения (договора перевозки), а вовсе не является одновременно и предметом данного договора (предметом последнего является сам хранимый товар) или какого-то иного договора. Здесь, наоборот, внешне имеет место не договор об отчуждении самой ценной бумаги, а только договор об отчуждении на хранение (на перевозку) самого товара, в форме которого скрыта возможность заключения инвестиционного договора, т. е. возможность продажи ценной бумаги.

Таким образом, юридическая процедура размещения эмиссионной ценной бумаги есть — в силу двойственной сущности ценной бумаги как эмиссионного и инвестиционного отношений — заключение одного договора, например инвестиционного (эмиссионного), и одновременное удостоверение наличия другого договора — эмиссионного (инвестиционного).

Многообразие отношений на первичном рынке. Отношения на первичном рынке включают прежде всего отношения между эмитентом ценной бумаги и ее получателем, инвестором. Но в современных условиях, кроме этих отношений, размещение массовых, или эмиссионных, ценных бумаг может сопровождаться возникновением и многих других видов отношений между участниками рынка, которые обеспечивают отношения между эмитентом и инвестором в таких направлениях, как: обоснование их целесообразности, помощь в организации процедуры эмиссии, правовая регистрация ценных бумаг, выход на биржевой рынок и т.п.

Отношения со вторичным рынком. Сама юридическая форма ценной бумаги означает, что она может обращаться на рынке как обычный товар. Ценная бумага представляет собой инстру-

мент обращения товаров, денег и капитала, и в этом смысле она немыслима без ее последующего оборота, т. е. без ее вторичного рынка.

Различие между первичным и вторичным рынками особенно наглядно проявляется, когда ценная бумага выпускается в качестве заместителя товара или денег. В этом случае вторичный рынок представляет собой рынок ее купли-продажи, т. е. обмена ее на деньги или на товар. Если же ценная бумага размещается сразу в качестве капитала, т. е. товара или денег, потребительная стоимость которых состоит в возможности получения чистого дохода, то различие между первичным и вторичным рынком становится условным и сводится к процедурным (юридическим) моментам.

На практике разделение рынка ценной бумаги, выпускаемой в обращение в качестве капитала на первичный и вторичный рынки, проявляется только в регламентации порядка ее выпуска со стороны государства. Указанный порядок носит название эмиссии и устанавливается законом.

Деление ценных бумаг на эмиссионные и неэмиссионные. Размещение наиболее важных видов ценных бумаг осуществляется путем процедуры их эмиссии, а потому такого рода ценные бумаги получают правовой статус «эмиссионных» ценных бумаг.

Основы эмиссионного статуса ценной бумаги. Пороссийскому законодательству к *эмиссионным ценным бумагам* относятся только три их вида: акция, опцион эмитента (на акции) и облигация (в том числе и государственная). Все остальные российские ценные бумаги являются с юридической точки зрения *неэмиссионными*.

В самом общем плане государственное регулирование процесса выпуска ценной бумаги в обращение, или «эмиссионность» ценной бумаги, вытекает из ее экономической сути как капитала.

Основные причины отнесения тех или иных ценных бумаг к эмиссионным ценным бумагам следующие:

- ⟨ *капитальный характер ценной бумаги.* Эмиссионная ценная бумага всегда представляет собой капитал. Она является объектом для инвестирования, так как приносит чистый доход своему владельцу в тех или иных формах (видах);
- « *значимость капитала, представляемого ценной бумагой.* Акция — это акционерный капитал, акционерные общества есть основа всего современного рыночного хозяйства. Облигации выпускаются государством и в большинстве своем теми же акционерными обществами;

- *затрагивание интересов широких слоев общества*, интересов гражданского населения страны. Регламентации эмиссии есть одна из важных форм защиты государством интересов частных лиц;
- *техническая возможность регламентации* процесса размещения ценной бумаги. Не всегда размещение ценной бумаги, даже если она размещается в достаточно больших количествах, может иметь эмиссионную форму.

Сами по себе действия эмитента, приводящие к размещению ценной бумаги среди участников рынка, являются формальным процессом, их успешность полностью зависит от тех отношений, которые заложены в ценной бумаге, иначе — от ее инвестиционных характеристик.

Эмитент может выпускать или размещать свою ценную бумагу в тех количествах, в каких это необходимо ему и другим участникам рынка. Необходимость регламентации размещения ценной бумаги в большой степени увязана с ее количеством, которое было выпущено. От этого во многом зависит число участников рынка, интересы которых затрагиваются данным процессом.

Государственная регламентация размещения других видов инвестиционных ценных бумаг. В силу указанных причин любая инвестиционная ценная бумага должна иметь регламентированную государством процедуру размещения. Например, инвестиционный пай (и другие аналогичного рода инвестиционные ценные бумаги) не имеет статуса эмиссионной ценной бумаги, и его размещение в этом случае не подпадает под регулирование размещения эмиссионных ценных бумаг. Отсутствие подобного юридического статуса эмиссии вытекает из того, что отсутствует сам эмитент как юридическое лицо. Однако это не означает отсутствие государственной регламентации процедуры их выпуска (и обращения), которая на самом деле является ничуть не менее «жесткой», чем в случае эмиссионных ценных бумаг, и которая, по сути, лишь повторяет регламент выпуска эмиссионных ценных бумаг. Просто государственное регулирование процесса размещения инвестиционных паев не называется юридическим термином «эмиссия» и вообще пока не имеет специального общепринятого рыночного названия. Данное регулирование осуществляется на основе не Федерального закона «О рынке ценных бумаг», а законов, в соответствии с которыми разрешается существование такого рода других инвестиционных ценных бумаг, — ФЗ «Об инвестиционных фондах» и ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».

4.2. Эмиссия ценных бумаг

Понятие эмиссии. *Эмиссия ценных бумаг* — это установленная Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» последовательность действий эмитента по размещению эмиссионных ценных бумаг. Кратко выражаясь, эмиссия — это правовой порядок размещения ценных бумаг.

Понятие эмиссии охватывает два момента:

- 1) установленную Законом последовательность действий при размещении ценной бумаги, или сам порядок эмиссии;
- 2) отнесение вида ценной бумаги к группе эмиссионных ценных бумаг.

Законом устанавливаются как процедура эмиссии, так и ценные бумаги, относимые к эмиссионным, т. е. размещаемые в соответствии с этой процедурой. Однако закон может предписывать процедуру, близкую по своему содержанию, и для неэмиссионных ценных бумаг. Например, выдача инвестиционных паев или ипотечных сертификатов участия осуществляется на условиях регулирования со стороны государства очень близких к размещению эмиссионных ценных бумаг. Различие состоит в том, что в основе эмиссии ценных бумаг лежит государственная регистрация выпуска самих ценных бумаг, а в основе выдачи указанных паевых ценных бумаг — государственная регистрация правил управления ими соответствующими управляющими компаниями.

Процедура эмиссии. Процедура эмиссии включает следующие обязательные этапы:

- принятие решения о размещении;
- утверждение решения о выпуске;
- государственную регистрацию выпуска;
- размещение;
- государственную регистрацию отчета об итогах выпуска.

Если размещение эмиссионной ценной бумаги производится путем открытой подписки или закрытой подписки среди более чем 500 лиц (инвесторов), то процедура эмиссии дополнительно включает:

- регистрацию проспекта ценной бумаги;
- раскрытие информации о каждом этапе процедуры эмиссии.

Процедура эмиссии облигаций Банка России и государственных и муниципальных ценных бумаг регулируется иными законодательными (нормативными) актами (рис. 4.1).

Принятие решения о размещении ценной бумаги. Решение о выпуске акций обычно принимается общим собранием акционеров,

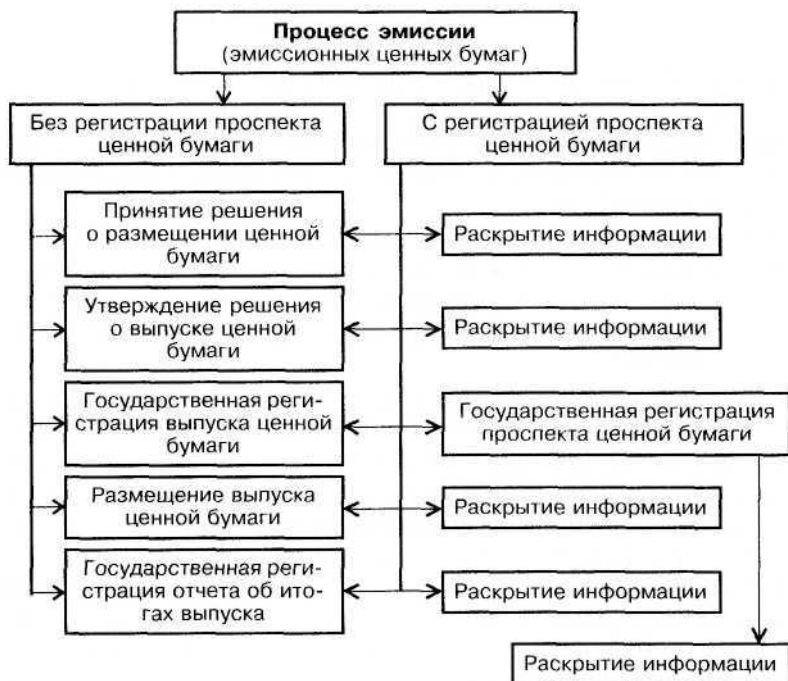


Рис. 4.1. Этапы процедуры эмиссии

а о выпуске облигаций — только советом директоров или исполнительным органом коммерческой организации.

Данное решение оформляется специальным документом, в котором должна содержаться следующая информация:

- вид, категория ценной бумаги;
- форма выпуска (документарная или бездокументарная — для облигаций);
- указание на обязательное централизованное хранение (для документарных бумаг);
- номинальная стоимость акции или облигации;
- права владельца вновь выпускаемой ценной бумаги;
- количество выпускаемых ценных бумаг;
- условия и порядок размещения (способ размещения, его сроки, цена размещения, порядок оплаты и др.);
- условия погашения и выплаты доходов по облигациям и др.

Утверждение решения о выпуске ценной бумаги. Данное утверждение осуществляется высшим органом управления коммерческой организации, например, советом директоров в случае хозяйствен-

Ноги общества. Кроме того, это решение подписывается лицом, занимающим должность единоличного исполнительного органа эмитента, и скрепляется печатью эмитента.

Государственная регистрация выпуска ценной бумаги. Процедура государственной регистрации включает рассмотрение установленного законом пакета документов эмитента и в случае положительного решения присвоение выпуску эмиссионных ценных бумаг этого эмитента индивидуального государственного регистрационного номера.

Государственную регистрацию осуществляет федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

К наиболее значимым документам относятся: решение о выпуске ценной бумаги; проспект ценной бумаги в том случае, если ее выпуск требует регистрации; документарный бланк ценной бумаги, если выпуск осуществляется в документарной форме.

Законом установлен срок, в течение которого должно быть принято решение о регистрации выпуска или мотивированное решение об отказе в ней. Этот срок составляет 30 дней. Он может быть увеличен еще на 30 дней, если регистрирующий орган будет проводить проверку достоверности сведений, представленных в документах эмитента.

Основаниями для отказа в государственной регистрации выпуска могут быть:

- « нарушение самим эмитентом или условиями выпуска его эмиссионных ценных бумаг требований законодательства о выпуске и обращении ценных бумаг;
- о несоответствие представленных для государственной регистрации документов существующим нормативным требованиям;
- « непредставление в течение 30 дней запрашиваемых регистрирующим органом документов, необходимых для регистрации;
- наличие ложных или недостоверных сведений в документах, представленных к регистрации;
- несоответствие финансового консультанта, подписавшего проспект ценной бумаги, установленным требованиям.

Упоминание государственного регистрационного номера ценной бумаги является обязательным при всех рыночных операциях с ней.

Регистрирующий орган отвечает только за полноту сведений, имеющихся в документах эмитента, представленных на государственную регистрацию.

До государственной регистрации не разрешается совершение каких-либо действий по размещению выпускаемых ценных бумаг, включая их рекламу или любые сделки.

Размещение выпускаемой ценной бумаги. Размещение эмиссионной ценной бумаги — один из этапов процедуры эмиссии, без которого все остальные этапы становятся ненужными вообще. Это лишь подчеркивает его принципиальное значение. Хотя размещение есть рядовой, равноправный этап в процедуре эмиссии, его ключевая роль становится очевидной, как только действия эмитента из сферы «бумажной» переключаются на рынок.

Размещение эмиссионной ценной бумаги может начинаться лишь после ее государственной регистрации в установленном законом порядке. Оно осуществляется в течение срока, обозначенного в решении о выпуске, но не может превышать 1 года с даты государственной регистрации. Размещение путем подписки ценных бумаг, государственная регистрация которых сопровождается регистрацией их проспекта, может начинаться не ранее, чем через две недели после публикации сообщения о государственной регистрации.

Количество размещаемых ценных бумаг, естественно, не может превышать количества, указанного в решении о выпуске. В силу сложившихся на рынке обстоятельств эмитент может разместить и меньшее количество бумаг, чем он планировал. Однако, если доля нерасмещенных ценных бумаг превысит долю, установленную государством, эмиссия будет признана несостоявшейся (обычно не должна превышать 25 или 50% заявленного выпуска).

Информация о цене размещения ценной бумаги может раскрываться только в день начала самого размещения. В ходе размещения эмиссии цена размещения может меняться, но при публичном размещении или обращении выпуска ценных бумаг запрещается закладывать преимущество в приобретении ценных бумаг одними инвесторами перед другими. Данное ограничение не применяется при:

- эмиссии государственных ценных бумаг;
- предоставлении акционерам преимущественного права выкупа новой эмиссии ценных бумаг в количестве, пропорциональном числу принадлежащих им акций (на момент принятия решения о размещении);
- введении эмитентом ограничений на приобретение ценных бумаг нерезидентами.

Размещение акции и облигации осуществляется по рыночной цене, которая в случае акций не может быть ниже их номинальной стоимости.

Государственная регистрация отчета об итогах выпуска. Эмитент должен представить отчет об итогах выпуска ценной бумаги не позднее 30 дней после завершения ее размещения. Отчет представляется в орган государственной регистрации.

Окончанием размещения ценной бумаги считается:

- окончание срока размещения, установленного в решении о выпуске;
- истечение одного года с даты утверждения решения о выпуске ценных бумаг;
- дата размещения последней ценной бумагами данного выпуска (т. е. исчерпание свободных квот к размещению ценных бумаг).

В случае распределения акций при учреждении акционерного общества регистрация отчета об итогах выпуска акций по времени совпадает с государственной регистрацией выпуска этих акций.

Отчет об итогах выпуска включает следующую информацию:

- даты начала и окончания размещения ценной бумаги;
- фактическую цену размещения;
- количество размещенных ценных бумаг;
- общий объем поступлений за размещенные ценные бумаги по видам поступивших средств (рубли, иностранная валюта, материальные и нематериальные активы).

Одновременно с текстом отчета в регистрирующий орган предоставляются и другие необходимые документы, перечень которых устанавливается федеральным органом по рынку ценных бумаг.

Регистрирующий орган рассматривает отчет в двухнедельный срок и при отсутствии нарушений регистрирует его. В этом случае эмитенту выдаются уведомление о регистрации итога выпуска и два экземпляра его отчета об итогах выпуска с отметкой (штампом) о государственной регистрации.

Решение об отказе в государственной регистрации отчета допускается в следующих случаях:

- нарушения условий размещения, установленных решением о выпуске;
- невыполнение требований по раскрытию информации о выпуске;
- нарушение сроков представления отчета об итогах выпуска;
- несоответствие состава сведений, содержащихся в отчете, установленным нормам, и по иным причинам.

В случае, если эмитент предоставил неполные сведения для регистрации отчета или в них имеются иные «формальные» основа-

ния для отказа в его регистрации, ему (эмитенту) может быть предоставлена возможность исправить допущенные нарушения.

Если имеет место отказ в государственной регистрации отчета об итогах выпуска, то последний признается несостоявшимся и его государственная регистрация аннулируется. В этом случае эмитент обязан возвратить полученные средства инвесторам, а они должны вернуть ему ценные бумаги **данного** выпуска (или записи о них аннулируются). Все издержки, связанные с выпуском ценных бумаг, признанным несостоявшимся, относятся за счет эмитента и являются его убытком.

Отчет об итогах выпуска должен быть представлен общему собранию акционеров или другому органу управления коммерческой организации, на котором он должен быть утвержден.

Информация о завершении эмиссии обычно публикуется или доводится другим способом до участников фондового рынка.

4.3. Размещение ценных бумаг и его классификации

Виды размещения. Процесс размещения эмиссионных ценных бумаг может быть охарактеризован с разных сторон.

С точки зрения *очередности размещения* принято делить на:

- первичное;
- вторичное.

Первичное размещение — это первое размещение ценной бумаги данного эмитента на рынке. Оно имеет место, когда:

- акционерное общество только **учреждается**;
- коммерческая организация впервые выпускает свои ценные бумаги на рынок. Например, компания, не являющаяся акционерным обществом, решила впервые выпустить свои долговые обязательства, скажем, облигации;
- компания размещает какой-то новый вид ценной бумаги, который ранее она не выпускала. Например, когда компания, ранее выпускавшая только обыкновенные акции или облигации, приняла решение впервые выпустить в обращение свои конвертируемые облигации или привилегированные акции.

Вторичное размещение (вторичная эмиссия) — это повторный и все последующие выпуски тех или иных ценных бумаг данной коммерческой организации.

По способу размещения эмиссия может осуществляться путем (рис. 4.2):

- распределения;

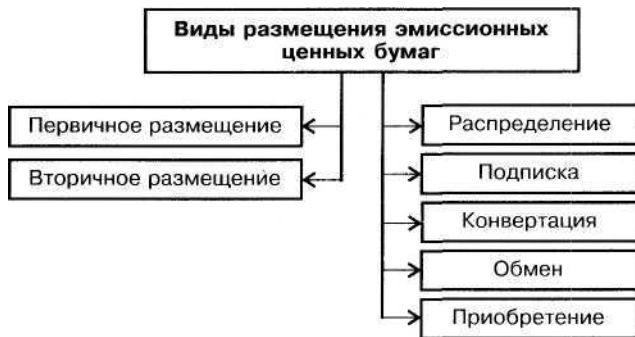


Рис. 4.2. Виды размещения эмиссионных ценных бумаг

- подписки;
- конвертации;
- обмена;
- приобретения.

Размещение акций может производиться всеми перечисленными способами. Размещение облигаций производится только путем подписки на них или конвертации в них других ценных бумаг.

Распределение ценных бумаг — это их размещение среди заранее известного круга лиц *без заключения договора купли-продажи*. Эмиссия путем распределения возможна только для акций, но не для облигаций.

Распределение акций имеет место в двух случаях:

- 1) при учреждении акционерного общества; в этом случае учредители делают *взносы* в уставный капитал в форме денег или имущества, но нет юридической покупки акций;
- 2) когда источником увеличения уставного капитала акционерного общества является его собственный капитал (добавочный, нераспределенная прибыль и др.). В этом случае акционеры получают акции без какой-либо оплаты, *безвозмездно*.

Подписка — это размещение ценных бумаг *путем заключения договора купли-продажи* (т. е. *на возмездной основе*). В случае акций подписка представляет собой их размещение при увеличении уставного капитала путем размещения дополнительных акций.

Подписка может осуществляться в двух формах:

- *закрытая* — это размещение ценной бумаги среди заранее известного, ограниченного круга инвесторов, определяемого условиями размещения;
- *открытая* — это размещение ценной бумаги среди потенциально неограниченного круга инвесторов на основе широ-

кой публичной огласки без какого-либо преимущества одних приобретателей перед другими. Ограничения могут иметь место лишь в случае реализации преимущественного права на приобретение новых выпусков акций акционерами, наличия ограничений на владение максимальным количеством акций одним акционером и в случае приобретения ценной бумаги нерезидентами.

Конвертация — это размещение одного вида ценной бумаги путем ее *обмена* на другой вид на заранее установленных условиях. Допускается конвертация:

- облигаций в облигации, привилегированные акции и обыкновенные акции;
- привилегированных акций в привилегированные акции и обыкновенные акции;
- обыкновенных акций в обыкновенные акции при реорганизации акционерного общества. Не разрешается конвертация обыкновенных акций в облигации или привилегированные акции.

Размещение ценных бумаг в форме конвертации обычно осуществляется как результат предшествующего размещения конвертируемых ценных бумаг или при реорганизации акционерного общества в любых его формах (слияние, присоединение, разделение, выделение, преобразование).

Обмен (как юридический способ размещения) — это размещение акций акционерного общества, созданного в *результате преобразования* в него общества с ограниченной ответственностью или кооператива. В данном случае имеет место не обмен акции на деньги (покупка) или на иные ценные бумаги (конвертация), а *обмен долей или паев* указанных организаций на акции возникшего на их основе акционерного общества.

Приобретение (как юридический способ размещения) — это размещение акций вновь возникшего акционерного общества в результате его *выделения из другого* акционерного общества или преобразования в акционерное общество государственного предприятия или некоммерческого партнерства.

Цели размещения эмиссионных ценных бумаг. Размещение имеет своей целью привлечение эмитентом финансовых средств на заемных условиях (в случае выпуска облигаций) или путем увеличения уставного (собственного) капитала (в случае выпуска акций), но только делается это по правилам и под контролем со стороны государства в лице его органов, регулирующих рынок ценных бумаг.

Размещение может иметь своими непосредственными целями:

- увеличение капитала эмитента;
- учреждение акционерного общества;
- изменение номинала ранее выпущенных ценных бумаг;
- размещение ценных бумаг с новыми свойствами (правами);
- обмен одних ценных бумаг на другие и т.п.

Организация процесса размещения. Размещение эмиссионных ценных бумаг в условиях развитого рынка осуществляется путем привлечения профессиональных участников фондового рынка, которые оказывают подобные услуги эмитентам. Такие участники рынка в других странах называются андеррайтерами.

Андеррайтер — это профессиональный участник на фондовом рынке, который по договору с эмитентом оказывает услуги, связанные с размещением его ценных бумаг на рынке, за соответствующее вознаграждение.

Андеррайтер обычно обслуживает все этапы размещения ценной бумаги, в частности: обоснование выпуска, выбор его параметров, подготовка необходимой документации, регистрация в государственных органах, размещение среди инвесторов (в том числе путем привлечения в помощь себе субандеррайтеров) и т.д.

Обязательства андеррайтера могут включать:

- » выкуп у эмитента всего выпуска по фиксированной цене и его размещение по рыночной цене. В данном случае риск возможного недоразмещения выпуска ложится целиком на самого андеррайтера;
- « выкуп у эмитента только недоразмещенной части выпуска, т. е. риск андеррайтера ограничен в этом случае лишь стоимостью этой части. У эмитента по-прежнему отсутствует риск, связанный с размещением ценной бумаги;
- « помощь в размещении выпуска. Андеррайтер оказывает разнообразные услуги эмитенту, обязуется помогать ему в размещении выпуска, но не несет ответственности за его недоразмещение. В результате весь риск недоразмещения ложится непосредственно на самого эмитента.

На российском первичном рынке эмиссионных ценных бумаг услуги эмитенту подразделяются на две группы:

- 1) по подготовке проспекта ценных бумаг;
- 2) по размещению ценных бумаг.

Эти виды услуг могут оказываться эмитенту либо порознь, т. е. разными профессиональными участниками рынка, либо одновременно, т. е. одним и тем же участником рынка.

Размещение эмиссионных ценных бумаг путем открытой подписки может осуществляться:

- 1) путем подписки, организуемой финансовым консультантом на рынке ценных бумаг;
- 2) на торгах, проводимых организатором торговли на рынке ценных бумаг. При этом каждодневные результаты этих торгов все равно оформляются финансовым консультантом.

Российским аналогом андеррайтера является финансовый консультант, услуги которого, правда, не обособляются от услуг других профессиональных торговцев на рынке ценных бумаг.

4.4. Проспект эмиссии и раскрытие информации

Проспект ценных бумаг. *Проспект ценной бумаги* — это документ, составленный по установленной законом форме, содержащий сведения об эмитенте, о его финансовом состоянии и о предстоящем выпуске ценной бумаги. Наличие проспекта ценной бумаги является обязательным условием регистрации ее размещения в случае открытой подписки, а также при любом ином размещении ценной бумаги на основе подписки, если число потенциальных приобретателей превышает 500 лиц (юридических и/или физических).

Проспект ценной бумаги утверждается советом директоров хозяйственного общества или исполнительным органом эмитента, существующего в иной организационной форме. Кроме того, проспект ценной бумаги может быть еще подписан:

- аудитором;
- независимым оценщиком;
- финансовым консультантом на рынке ценных бумаг (в случае публичного размещения и/или публичного обращения ценной бумаги).

Указанные профессиональные участники рынка подтверждают достоверность и полноту информации, содержащейся в проспекте ценной бумаги, и несут вместе с эмитентом солидарную ответственность в случае нанесения ущерба инвестору вследствие наличия в проспекте недостоверной, неполной и/или вводящей в заблуждение информации, которую они подтвердили, подписав этот проспект. (Срок исковой давности в этом случае составляет три года со дня начала размещения ценной бумаги.)

Структура проспекта. Проспект ценной бумаги содержит 10 разделов:

- 1) краткие сведения о лицах, входящих в органы управления эмитента, об аудитор(ах), оценщике и финансовом консультанте, подписавших проспект;
- 2) краткие сведения об объеме, сроках, порядке и условиях размещения ценной бумаги: вид, тип, объем, номинальная стоимость, цена размещения, круг потенциальных приобретателей и др.;
- 3) основная информация о финансово-экономическом состоянии эмитента и факторах риска. Это информация за последние 5 завершенных финансовых лет (за все годы, если эмитент существует меньший срок): показатели финансово-экономической деятельности, рыночная капитализация, задолженность, цели эмиссии и направления использования полученных средств, риски, возникающие в связи с приобретением данных ценных бумаг;
- 4) подробная информация об эмитенте: история создания и этапы развития, основная хозяйственная деятельность, планы на будущее, участие в холдингах, концернах, ассоциациях, о дочерних и зависимых обществах, о составе, структуре и стоимости основных средств, о фактах обременения их долговыми обязательствами;
- 5) сведения о финансово-хозяйственной деятельности эмитента: результаты финансово-хозяйственной деятельности, факторы, влияющие на них, ликвидность эмитента; о размере, структуре и достаточности капитала и оборотных средств, о политике в области научно-технического развития и др.;
- 6) подробные сведения о лицах, входящих в органы управления эмитента, и краткие сведения о сотрудниках (работниках) эмитента: размеры вознаграждений, льгот и компенсаций руководящим лицам; численность, состав и уровень образования работников; обязательства эмитента перед работниками; доля руководящих лиц в уставном капитале эмитента, в дочерних и зависимых обществах и др.;
- 7) сведения об участниках (акционерах) эмитента и о совершенных эмитентом сделках, в осуществлении которых имелась заинтересованность: общее число акционеров; участники, располагающие более 5% уставного капитала, из них участники, владеющие не менее 20% уставного капитала; доля государства в уставном капитале; сведения о сделках, в которых имелась заинтересованность за пять последних лет; сведения о дебиторской задолженности за пять последних лет и др.;

- 8) бухгалтерская отчетность эмитента и иная финансовая информация: годовая бухгалтерская отчетность за последние 3 года, квартальная отчетность за последний заверченный квартал; сведения о существенных изменениях в составе имущества; сведения об участии в судебных процессах и др.;
- 9) подробные сведения о порядке и условиях размещения ценной бумаги. Сюда включаются все те же данные о выпуске, что и в кратких сведениях, но в развернутом виде, включая расходы, связанные с эмиссией; порядок возврата средств в случае признания выпуска недействительным или несостоявшимся и др.;
- 10) дополнительные сведения об эмитенте и размещенных им эмиссионных ценных бумагах: размеры и структура уставного капитала эмитента, его изменения за 5 последних лет; сведения о ранее размещенных ценных бумагах эмитента; органы управления эмитента и их компетенция, порядок созыва и проведения собрания (заседания) высшего органа управления; порядок налогообложения доходов по ценным бумагам эмитента; кредитный рейтинг эмитента и его изменения за 5 последних лет; формирование и использование резервного фонда; владение не менее 5% уставного капитала в других организациях; организация, осуществляющая учет прав по ценным бумагам эмитента, и др.

Раскрытие информации эмитентом. *Раскрытие информации* — это процесс обеспечения ее доступности всем заинтересованным в ней лицам, гарантирующий ее нахождение и получение. Суть раскрытия информации на рынке ценных бумаг состоит в том, чтобы любое лицо, которое проявило интерес к ценным бумагам данного эмитента, могло бы свободно, без трудностей получить общедоступную информацию об эмитенте и его размещенных ценных бумагах.

В случае регистрации проспекта ценных бумаг информация, содержащаяся в нем, должна стать доступной для всех участников рынка независимо от целей получения данной информации. Это проявляется, в частности, в том, что эмитент обязан опубликовать сведения о государственной регистрации выпуска своих ценных бумаг, указав порядок доступа любого лица к проспекту эмиссии в средствах массовой информации, распространяемых тиражом не менее:

- 10 тыс. экземпляров в случае открытой подписки;
- 1 тыс. экземпляров в случае закрытой подписки, сопровождающейся регистрацией указанного проспекта.

Раскрытие информации эмитентом в случае регистрации проспекта ценных бумаг не ограничивается самой процедурой эмиссии, а продолжается в течение всего обращения ценных бумаг эмитента. Эмитент обязан продолжать раскрывать информацию в форме:

- ежеквартального отчета о своей деятельности;
- сообщений о существенных фактах, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента.

Ежеквартальный отчет должен охватывать все те же разделы, что и проспект ценных бумаг, кроме информации о порядке и условиях размещения ценных бумаг. При этом годовая бухгалтерская отчетность включается в состав ежеквартального отчета лишь за первый или за второй кварталы, а за четвертый — не включается вообще.

Ежеквартальный отчет представляется в регистрирующий орган в течение 45 дней после окончания отчетного квартала. Он должен также предоставляться владельцам ценных бумаг эмитента по их требованию и за плату, соответствующую затратам на изготовление брошюры отчета.

Существенные факты деятельности эмитента — это факты, которые влияют на рынок его ценных бумаг и на изменение их цен. К таким сведениям относятся факты о:

- реорганизации эмитента, его дочерних и зависимых обществ;
- » разовом изменении стоимости активов эмитента, его прибылей или убытков более чем на 10%, разовых сделках, размер которых составляет более 10% активов эмитента;
- выпуске эмитентом новых ценных бумаг, начисленных и выплаченных доходах по его ценным бумагам;
- » появлении в реестре эмитента лица, владеющего более 25% его эмиссионных ценных бумаг любого вида;
- » датах закрытия реестра, решениях общих собраний и др.;
- » принятии эмитентом решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг в дополнение к уже размещенным.

Сообщения обо всех указанных фактах направляются в федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг и публикуются эмитентом в течение не позднее 5 дней с момента наступления факта в средствах массовой информации, распространяемых тиражом, доступным для большинства владельцев ценных бумаг эмитента.

Раскрытие информации и реклама. *Реклама на рынке ценных бумаг* представляет собой такие формы и способы распространения информации о ценных бумагах и их эмитентах, которые имеют своей целью склонение участника рынка к покупке рекламируемой ценной бумаги.

Отличие раскрытия информации от рекламы на рынке ценных бумаг коренится в том, на кого рассчитана эта информация. Если она предназначена для владельцев ценных бумаг и профессиональных участников рынка, то имеет место процесс раскрытия информации. Если информация подается в таких формах, которые призваны привлечь новых покупателей ценных бумаг, то это уже реклама.

Рекламированием ценных бумаг обычно занимаются профессиональные участники данного рынка.

Рекламой на рынке ценных бумаг не считается общедоступная информация о ценных бумагах и эмитентах, т. е. раскрытие информации.

К рекламе относится информация о выпуске ценной бумаги и начисленных (выплаченных) дивидендах по акциям.

В рекламе ценных бумаг запрещается указывать:

- недостоверную информацию или информацию, нацеленную на обман и введение в заблуждение инвесторов и других участников рынка;
- предполагаемый размер доходов и прогнозы роста курсовой стоимости.

Нельзя использовать рекламу в целях недобросовестной конкуренции путем указания на недостатки (действительные или мнимые) других профессиональных участников рынка или эмитентов аналогичных ценных бумаг.

Контрольные вопросы

1. В каких законах, регулирующих рынок ценных бумаг, содержатся основы первичного рынка?
2. Чем отличается эмиссия ценных бумаг от размещения ценных бумаг?
3. Какие российские ценные бумаги относятся к эмиссионным?
4. Каковы этапы эмиссии?
5. В каких случаях эмитент обязан зарегистрировать проспект ценной бумаги?
6. Кто принимает решение о способе размещения ценных бумаг?
7. В чем состоят отличия размещения акций от размещения облигаций?
8. Каковы функции андеррайтера?
9. Какие сведения включаются в проспект ценной бумаги?
10. Какие участники рынка несут ответственность за достоверность информации, включенной в проспект ценной бумаги?

Глава 5. ПРОФЕССИОНАЛЬНАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

5.1. Понятие и виды профессиональной деятельности

Работу первичного и особенно вторичного рынков ценных бумаг обеспечивают его профессиональные участники, поэтому, прежде чем перейти к рассмотрению обращения ценных бумаг, необходимо ознакомиться с содержанием деятельности этих участников.

Понятие профессиональной деятельности. Как и в любом вопросе, следует различать экономическую и юридическую стороны данного понятия. *Профессиональные участники рынка* — это юридические лица, которые осуществляют виды деятельности в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг».

Понятие профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг в Законе дается только в форме простого перечисления видов деятельности, относимых к профессиональным видам на данном рынке. Экономическая сторона вопроса основывается на процессе разделения труда, в результате чего те или иные части совокупного процесса труда обособляются в самостоятельные виды деятельности. На рынке ценных бумаг это проявляется в том, что возникают виды специфической деятельности с ценными бумагами.

Деятельность на рынке ценных бумаг обособлена от работы других рынков — товарных, валютных, страховых и т.п. В этом смысле любая деятельность на рынке ценных бумаг характерна лишь для данного рынка, а потому и является своего рода профессиональной деятельностью. Следовательно, даже эмитенты и инвесторы — самые главные участники рынка ценных бумаг — по отношению к участникам других рынков (кроме собственного) являются профессиональными участниками.

Другой аспект состоит в разделении деятельности внутри данного рынка на профессиональную и непрофессиональную. Критерием здесь является объект вложения капитала со стороны участника рынка ценных бумаг, т. е. имеет место вложение капитала в сами ценные бумаги или же в тот или иной вид услуг (как резуль-

тат коммерческой деятельности), оказываемых участникам данного рынка. Под профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг понимается деятельность, основанная на вложении капитала не в самую ценную бумагу, а в услуги, оказываемые эмитентам и инвесторам, т. е. тем участникам рынка, капитал которых непосредственно связан с существованием ценной бумаги.

Таким образом, **профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг**— это оказание услуг участникам данного рынка на компетентной и на коммерческой основе; в юридическом аспекте — только при наличии разрешения (лицензии) на это со стороны государства.

В сравнении с деятельностью эмитента или инвестора на рынке ценных бумаг, которая выражается в привлечении или вложении капитала посредством ценных бумаг, деятельность профессионального участника — это его *работа*, которая выступает основным источником его совокупного дохода. Источником же чистого дохода эмитента или инвестора является привлеченный капитал или капитал в форме ценной бумаги.

Деятельность конкретного эмитента или инвестора не является жесткозакрепленной за рынком ценной бумаги, так как в силу мобильности данной формы капитала каждый может свободно уйти с рынка ценных бумаг на иной рынок (кредитный, валютный и т.п.). Иное дело, деятельность тех, кто вложил свой капитал в услуги как бизнес на рынке ценных бумаг. Он не может также легко и свободно уйти сданного рынка, поскольку на другом рынке он уже не может действовать как профессионал, пока не получит лицензию, ему надо переучиваться, нанимать новый штат сотрудников и т.п.

Виды профессиональной деятельности и виды профессиональных участников на рынке ценных бумаг. Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» к профессиональным видам деятельности на российском рынке ценных бумаг относятся следующие семь видов:

- *брокерская;*
- *дилерская;*
- *по управлению ценными бумагами,*
- *по определению взаимных обязательств (клиринг),*
- *депозитарная;*
- *по ведению реестра владельцев ценных бумаг;*
- *по организации торговли на рынке ценных бумаг.*

Профессиональный участник рынка, осуществляющий брокерскую деятельность, называется **брокером**.

Профессиональный участник рынка, осуществляющий дилерскую деятельность, называется **дилером**.

Профессиональный участник рынка, осуществляющий деятельность по управлению ценными бумагами, называется **управляющим**.

Профессиональный участник рынка, осуществляющий деятельность по определению взаимных обязательств, называется **клиринговой организацией**.

Профессиональный участник рынка, осуществляющий депозитарную деятельность, называется **депозитарием**.

Профессиональный участник рынка, осуществляющий деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг, называется **держателем реестра, или регистратором**.

Профессиональный участник рынка, осуществляющий деятельность по организации торговли, называется **организатором торговли на рынке ценных бумаг**.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг и межрыночные профессиональные участники. От профессиональных участников рынка ценных бумаг следует отличать профессиональных участников рынка вообще, или межрыночных профессиональных участников. Межрыночный профессиональный участник — это участник рынка, который на профессиональной основе оказывает услуги участникам сразу нескольких рынков.

Обычно такое возможно, если речь идет о более-менее близких рынках, например, о финансовых рынках, о рынках производных инструментов или рынках базисных активов и т.д.

Примерами межрыночных профессиональных участников являются:

- » коммерческие банки, которые на профессиональной основе обслуживают денежные расчеты и осуществляют кредитование практически любых участников любых рынков;
- » рейтинговые агентства, которые обслуживают участников всех финансовых рынков;
- « информационные агентства, обслуживающие сразу несколько рынков;
- юридические, аудиторские, оценочные организации также обслуживают участников сразу многих рынков.

Межрыночные профессиональные участники оказывают свои услуги, основываясь не на ФЗ «О рынке ценных бумаг», а на иной законодательной базе.

Профессиональные участники других рынков как профессиональные участники рынка ценных бумаг. Профессиональные участники других рынков могут одновременно получить юридический статус и профессионального участника рынка ценных бумаг. Это бывает

необходимо, если они собираются оказывать услуги на рынке ценных бумаг, входящие в перечень профессиональных услуг на нем.

Самое главное в этой ситуации состоит в том, что профессиональные участники других рынков, кроме оказания своих непосредственных профессиональных услуг участникам рынка ценных бумаг, получают право на оказание профессиональных услуг, которые характерны лишь для рынка ценных бумаг. В этом случае они как бы становятся профессионалами вдвойне: межрыночными профессионалами и профессионалами рынка ценных бумаг.

Экономическая заинтересованность двойной (или более) профессиональной деятельности может быть связана с:

- потребностями в диверсификации деятельности профессионального участника;
- поиском новых прибыльных видов профессиональной деятельности;
- получением большего доступа к капиталу частных лиц;
- лучшими возможностями для размещения собственного капитала и т.д.

Основные принципы организации профессиональной деятельности. Профессиональные участники рынка ценных бумаг оказывают необходимые услуги эмитентам и инвесторам, а также друг другу.

Общепризнанными принципами этой деятельности на рынке ценных бумаг являются:

- добросовестность и честность по отношению к клиенту;
- отделение собственной коммерческой деятельности от коммерческой деятельности в пользу клиента;
- приоритетность интересов клиентов над собственными интересами в случае возникновения конфликта (ситуации противоположности) этих интересов;
- обязательное уведомление клиента о возможных рисках на рынке, если таковые могут иметь место;
- выплата клиенту части выгоды от хранения его активов у профессионального участника;
- возмещение клиенту убытка, причиненного действиями профессионального участника;
- ответственность (в соответствующих ситуациях) по обязательствам клиента перед другими профессиональными участниками рынка.

Не следует все же идеализировать деятельность профессиональных посредников рынка ценных бумаг и рассчитывать на строгое

соблюдением ими всех перечисленных (и других полезных) принципов. В практике всегда имеет место лишь определенная степень приближения к такого рода принципам, которая определяется уровнем развития рынка, его традициями, силой государственного регулирования на нем и т.п.

5.2. Лицензирование профессиональной деятельности

Понятие. Участник рынка ценных бумаг приобретает права (статус) его профессионального участника, если он получает лицензию (лицензии) на осуществление того или иного вида (видов) профессиональной деятельности.

Лицензия — это официальный документ, дающий разрешение на право заниматься соответствующим видом профессиональной деятельности.

Для работы на рынке ценных бумаг лицензии выдаются федеральным органом исполнительной власти на рынке ценных бумаг или уполномоченными им органами на основании генеральной лицензии.

Порядок лицензирования регламентируется Положением о лицензировании видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

Необходимость лицензирования профессиональной деятельности вытекает из потребности:

- защиты интересов широких слоев участников рынка от недобросовестных посредников, махинаторов и других лиц, которые могли бы воспользоваться непрофессионализмом участников рынка в противоправных интересах собственного обогащения;
- наличия у государства действенных и оперативных рычагов регулирования отношений на рынке, воздействия на рынок в интересах самого рынка.

Виды лицензий на российском рынке ценных бумаг. Всего имеется три вида лицензий:

- 1) лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг;
- 2) лицензия на осуществление деятельности по ведению реестра владельцев ценных бумаг;
- 3) лицензия фондовой биржи.

Порядок выдачи и отзыва лицензии. Для получения лицензии участник рынка должен представить в лицензионный орган необходимые документы (заявление, характеристику его коммерчес-

кой деятельности, копии учредительных документов и др.), на основании которых может быть принято решение о возможности выдачи ему соответствующей лицензии, и внести плату за лицензирование в установленном размере.

Решение о предоставлении лицензии должно быть принято в течение 30 дней. Основаниями для отказа в выдаче лицензии могут быть:

- предоставление недостоверной информации;
- несоответствие соискателя лицензионным требованиям.

Лицензия выдается сроком на 3 года. Лицензия на организацию торговли ценными бумагами и фондовой биржи выдается сроком на 10 лет. По истечении указанных сроков лицензия может быть продлена.

В исключительных случаях лицензионный орган имеет право приостановить или даже аннулировать ранее выданную участнику рынка лицензию. Основаниями для аннулирования лицензии могут быть:

- обнаружение недостоверных сведений в документах, поданных при получении лицензии;
- неоднократное нарушение лицензионных требований и условий;
- незаконность решения о выдаче лицензии;
- ликвидация юридического лица или признание его неплатежеспособным и др.

Профессиональный участник рынка имеет право получить лицензию не только на один вид профессиональной деятельности, а сразу на несколько их видов, но только не на те из них, которые могут совмещаться между собой (правила совмещения профессиональных видов деятельности будут рассмотрены далее).

Лицензионные требования. Лицензионные требования, или условия, выполнение которых необходимо для получения лицензии, состоят из нескольких групп:

- требования к организационно-правовой форме профессионального участника;
- требования к размеру собственного капитала;
- квалификационные требования к (наемному) персоналу профессионального участника;
- прочие требования, среди которых самыми главными являются наличие уже разработанной документации на выполнение профессиональных видов услуг на рынке, например, правила торговли на рынке, правила ведения реестра, пра-

вила депозитарной деятельности, правила осуществления клиринговой деятельности и т.п.

Организационно-правовая форма. В соответствии с определением профессионального участника рынка ценных бумаг последним может быть исключительно юридическое лицо. Физическое лицо ни в каком своем статусе не может быть профессиональным участником данного рынка.

Организационно-правовая форма профессионального участника обычно жестко не регламентируется. Упор в основном делается на возможность его существования в форме коммерческой и/или некоммерческой организации. Общий подход состоит в следующем. Если речь идет о торговых посредниках, например о дилерах, то им предписывается быть только коммерческими организациями. Если речь идет о неторговых посредниках, то им разрешается выбирать между коммерческой или некоммерческой формой организации.

Размер собственного капитала. Величина собственного капитала профессионального участника рассчитывается по данным его бухгалтерского баланса в установленном порядке. Суть этого расчета сводится к тому, что из общей величины активов по балансу (раздел IV бухгалтерского баланса) вычитаются заемные средства, нематериальные и труднореализуемые активы, убытки и потери и т.п.

Нормативы по минимально необходимому для получения лицензии размеру собственного капитала устанавливаются отдельно по видам профессиональной деятельности федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Указанные нормативы достаточно часто пересматриваются в связи с изменением рыночной конъюнктуры в нашей стране (инфляция и пр.).

Чтобы только дать представление об их размерах, приведем действовавшие в 2005 г. величины этих нормативов:

- брокерская деятельность — 5 млн руб.;
- дилерская деятельность — 0,5 млн руб.;
- деятельность по управлению ценными бумагами — 5 млн руб.;
- деятельность по определению взаимных обязательств (клиринг) — 15 млн руб.;
- депозитарная деятельность — 20 млн руб.;
- деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг — 30 млн руб.;
- деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг — 30 млн руб.

Если профессиональный участник совмещает несколько видов профессиональной деятельности, то его собственный капитал должен отвечать требованиям наибольшего норматива из совмещаемых видов деятельности.

Квалификационные требования. Федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг устанавливает минимальную численность специалистов, имеющих квалификационный аттестат соответствующего уровня, для разного уровня управления по всем видам профессиональной деятельности.

Для получения данного аттестата необходимо:

- наличие у работника высшего образования;
- сдача базового квалификационного экзамена;
- сдача специализированного квалификационного экзамена, т. е. экзамена по группам видов профессиональной деятельности.

Совмещение профессиональных видов деятельности. Виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг могут совмещаться в деятельности одного и того же участника рынка, но только в разрешенных сочетаниях.

К группам таких допустимых сочетаний можно отнести следующие:

- первая группа — профессиональная **деятельность по ведению реестра владельцев** именных ценных бумаг **не может совмещаться** ни с какими другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- вторая группа — **брокерская, дилерская, депозитарная виды деятельности и деятельность по управлению ценными бумагами** могут совмещаться между собой в разных сочетаниях;
- третья группа — **депозитарная, клиринговая деятельность и деятельность по организации торговли** на рынке ценных бумаг могут совмещаться между собой.

Деятельность по управлению ценными бумагами может совмещаться с деятельностью по доверительному управлению имуществом паевых инвестиционных фондов, управлению активами негосударственных пенсионных фондов и деятельностью по управлению инвестиционными фондами. Однако в этом случае деятельность по управлению ценными бумагами *не может совмещаться* с брокерской, дилерской и депозитарной видами деятельности.

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, выполняющий *функции расчетного депозитария или клирингового и расчетного центра*, не может совмещать свою деятельность с брокерской,

дилерской и деятельностью по управлению ценными бумагами. Данного рода функции выполняются только на основании договоров соответствующих профессиональных участников с организатором торговли на рынке ценных бумаг.

Иллюстрация возможных сочетаний видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг приведена в табл. 5.1.

Таблица 5.1

Совмещение видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг

Виды профессиональной деятельности	Брокер	Дилер	Управляющий ценными бумагами	Депозитарий	Централизованный депозитарий	Клиринг	Централизованный клиринг	Реестродержатель	Организатор торговли
Брокер	X	+	+	+	-	-	-		-
Дилер	+	X	+	+	-	-	-	-	-
Управляющий ценными бумагами	+	+	X	+					
Депозитарий	+	+	+	X	-	+	-	-	-
Централизованный депозитарий					X	+	+		
Клиринг	-	-	-	+	-	X	-	-	-
Централизованный клиринг	-	-	-	+	+	-	X	-	+
Реестродержатель	-	-	-	-	-	-	-	X	-
Организатор торговли	-	-	-	-	-	-	+	-	X

5.3. Брокерская деятельность

Понятие. Брокерская деятельность — это деятельность по совершению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами от имени и за счет клиента (в том числе эмитента эмиссионных ценных бумаг при их размещении) или от своего имени и за счет клиента на основании возмездных договоров с клиентом.

Из определения брокерской деятельности следует, что она представляет собой:

- вид коммерческой деятельности на рынке;
- вид посреднической деятельности;
- вид деятельности в сфере обращения, но не в сфере производства.

Содержательное требование, предъявляемое при получении лицензии на брокерскую деятельность, состоит в необходимости наличия у юридического лица правил по ведению системы учета и отчетности по операциям с ценными бумагами.

Брокерская деятельность на рынке ценных бумаг может совмещаться с другими видами профессиональной деятельности (дилерской, управлением ценными бумагами, депозитарной), но не может совмещаться с деятельностью на иных рынках, кроме рынка ценных бумаг. Исключения составляют коммерческие банки, которые могут совмещать банковскую деятельность с многими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, включая и брокерскую.

Виды брокерских договоров. Брокерская деятельность может осуществляться на основе следующих договоров:

- договор поручения;
- договор комиссии;
- договор агентирования.

Договор поручения. Его характеристиками являются:

- *юридические наименования сторон договора:* по данному договору брокер называется поверенным, клиент — доверителем. Клиент выдает брокеру доверенность на совершение действий, предусмотренным договором;
- *содержание договора:* брокер обязуется совершить от имени клиента и за его счет определенные юридические действия, прежде всего, куплю-продажу ценных бумаг;
- *права и обязанности клиента:* права и обязанности по сделке, совершенной брокером, возникают непосредственно у самого клиента;
- *обязанности брокера:*
 - 1) исполнить поручение (приказ) клиента;
 - 2) информировать клиента о ходе исполнения его поручения;
 - 3) передавать без задержек ценные бумаги или деньги по совершенным сделкам;
 - 4) после выполнения поручения или при прекращении действия договора брокер должен вернуть доверенность клиенту;
- *оплата услуг брокера:* клиент уплачивает брокеру вознаграждение и понесенные издержки.

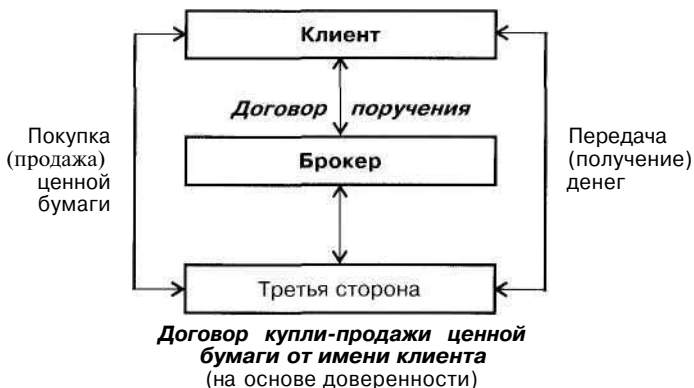


Рис. 5.1. Схема сделки с ценными бумагами в соответствии с договором поручения

В соответствии с договором поручения брокер является лишь посредником в заключении договора купли-продажи ценной бумаги (рис. 5.1), но не посредником в движении денег и ценных бумаг.

Договор комиссии. Его основными характеристиками являются:

- *юридические наименования сторон договора:* по данному договору брокер называется комиссионером, клиент — комитентом;
- *содержание договора:* брокер обязуется по поручению клиента совершить от своего имени и за счет клиента определенные юридические действия, прежде всего, куплю-продажу ценных бумаг;
- *главное отличие от договора поручения:* права и обязанности по сделке, совершенной брокером как комиссионером, возникают непосредственно у самого брокера, даже если клиент назван в сделке и вступил в отношения с третьим лицом по исполнению сделки;
- *обязанности брокера:*
 - 1) исполнить поручение (приказ) клиента на наиболее выгодных для клиента условиях; если брокер исполнит договор на условиях, более выгодных, чем условия, установленные клиентом, то дополнительная выгода делится между ними;
 - 2) информировать клиента о ходе исполнения его поручения;
 - 3) передавать без задержек ценные бумаги или деньги по совершенным сделкам;

- 4) не вправе отказаться от исполнения договора комиссии, если срок договора еще не истек (если срок действия договора не указан, то брокер должен уведомить клиента о его прекращении не позднее, чем за 30 дней);
 - 5) в обязанности брокера не входит отвечать перед клиентом за неисполнение третьим лицом сделки, кроме случаев, когда он не проявил необходимой осмотрительности в выборе этого лица либо принял на себя ручательство за исполнение сделки (которое называется «делькредере»);
- оплата услуг брокера:* клиент уплачивает брокеру вознаграждение и понесенные издержки в соответствии с условиями договора. Право брокера на вознаграждение сохраняется, даже если договор не был исполнен по воле клиента.

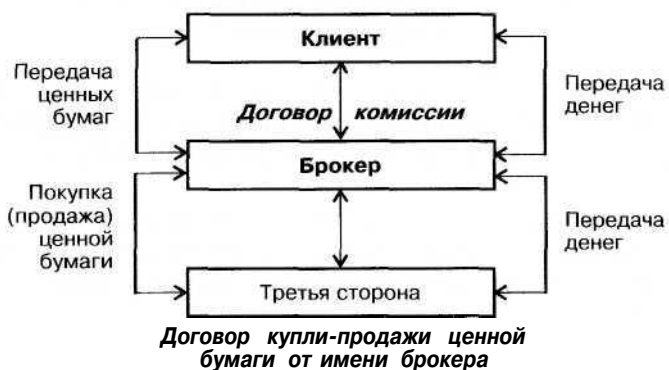


Рис. 5.2. Схема сделки с ценными бумагами в соответствии с договором комиссии

В соответствии с договором комиссии брокер является «функционалирующим» посредником, так как непосредственно через него осуществляется движение денег и ценных бумаг (рис. 5.2).

Договор агентирования. Его особенными характеристиками являются:

- *юридические наименования сторон договора:* по данному договору брокер называется агентом, клиент — принципалом. Клиент выдает брокеру доверенность на совершение действий, предусмотренным договором;
- *содержание договора:* брокер обязуется за вознаграждение совершить по поручению клиента юридические действия от своего имени, но за счет клиента, или от имени клиента и за счет клиента;

• *суть договора:*

- 1) если брокер осуществляет куплю-продажу ценных бумаг от имени и за счет клиента, то обязанным по договору становится клиент, а сам договор агентирования уподобляется договору поручения;
- 2) если брокер осуществляет куплю-продажу ценных бумаг от своего имени и за счет клиента, то обязанным по договору становится сам брокер, а договор агентирования уподобляется договору комиссии.

Таким образом, договор агентирования представляет собой комбинацию в одном договоре сразу двух договоров — поручения и комиссии, поэтому в зависимости от характера взаимоотношений между брокером и клиентом на него распространяются нормы то первого, то второго вида договора.

Основные функции брокера. Брокер — это самый главный посредник на рынке ценных бумаг. Он осуществляет связь или обеспечивает большую часть всех отношений многочисленных частных клиентов (инвесторов) с рынком и другими его профессиональными участниками. Именно брокер оказывает всевозможные услуги клиентам рынка, полный перечень которых вряд ли можно привести, так как он часто определяется индивидуальными потребностями каждого конкретного клиента (инвестора).

Характер и виды услуг, которые брокер может предоставить своим клиентам, зависят от трех моментов:

- ограничений, которые накладывают на него имеющаяся у него лицензия или лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг;
- содержания договора на брокерское обслуживание с конкретным клиентом, в котором может оговариваться перечень предоставляемых брокером услуг;
- размера самой компании-брокера и ее места на рынке. Чем крупнее брокерская компания, тем больший перечень потенциальных услуг она может предложить своим клиентам.

Наиболее важными функциями, или предоставляемыми услугами, брокера являются:

- совершение сделок с ценными бумагами (следует отметить, что брокер может совершать эти сделки как в интересах своих клиентов, так и в собственных интересах);
- инфраструктурное сопровождение операций с ценными бумагами (методическое, правовое, бухгалтерское, расчетное и т.п.);

- информационное и консультационное обслуживание клиентов, в том числе особенно относительно возможных рисков клиента на рынке ценных бумаг;
- оказание услуг по размещению эмиссионных ценных бумаг; сюда относится и деятельность брокера в качестве финансового консультанта путем оказания эмитенту услуг по подготовке проспекта ценных бумаг;
- страхование операций клиентов и др.

Типовая структура брокерской компании. Брокерская компания, оказывающая профессиональные услуги на рынке ценных бумаг, является коммерческой организацией, обычно в форме общества с ограниченной ответственностью или акционерного общества (обычно закрытого типа).

Чем крупнее брокерская компания, тем сложнее и многочисленнее ее организационная структура. Количество служащих в ней может колебаться от нескольких человек до нескольких сотен и тысяч сотрудников, например, если речь идет о компаниях, которые работают на мировом рынке ценных бумаг и обслуживают клиентов по всему миру.

Более-менее развитая организационная структура брокерской компании включает как минимум четыре группы подразделений:

- фронт-офис — так называется группа подразделений, которая отвечает за совершение сделок на рынке ценных бумаг и работу с клиентами по заключению договоров, их консультированию и т.п.;
- бэк-офис — это подразделения, которые отвечают за внутренний (внутри компании) учет сделок с ценными бумагами в разрезе клиентов, видов операций, видов ценных бумаг и другой внутренний учет, осуществляемый по правилам, принятым в данной компании;
- аналитическая служба — это подразделение, которое занимается исследованием соответствующих рынков и разработкой рекомендаций для клиентуры, других участников рынка и в интересах самой брокерской компании;
- бухгалтерия — это подразделение, которое отвечает за внешнюю отчетность компании, ведет учет в соответствии со стандартами бухгалтерского учета и отчетности.

Договор на брокерское обслуживание. Договор на брокерское обслуживание, или брокерский договор, есть юридическая основа взаимоотношений между клиентом и брокером. Данный договор заключается в одной из указанных ранее юридических форм (поручения, комиссии, агентирования), и его содержание является, с

одной стороны, специфичным именно для данной брокерской компании, а с другой — в значительной мере типичным для брокерской деятельности вообще.

Брокерский договор может иметь существенные различия в зависимости от вида клиента (индивидуальный или институциональный, мелкий или крупный, надежный или не очень и т.п.), вида операций с ценными бумагами, ради которых он заключается, и сроков (разовый договор или договор на какой-то продолжительный период).

Заключение брокерского договора на существенный период обычно подразумевает предоставление клиентом обязательной информации о себе: адрес, данные о финансовом положении, инвестиционные цели на рынке, предоставляемые гарантии и т.д.

Заключение брокерского договора обязательно сопровождается открытием необходимых для совершения операций на рынке ценных бумаг счетов клиента.

Виды брокерских счетов. Брокерская компания всегда имеет два типа счетов:

- 1) **собственные** — это счета, на которых хранятся средства, принадлежащие самому брокеру;
- 2) **клиентские** — это счета, открываемые брокером для хранения денежных средств его клиентов. В свою очередь, клиентские счета в зависимости от вида операций, которые совершает клиент на рынке ценных бумаг, могут быть трех типов:
 - **кассовые** — это счета, на которых находятся денежные средства клиентов, предназначенные для оплаты ценных бумаг, приобретаемых клиентом с помощью брокера;
 - **маржинальные** — это счета, предназначенные для оплаты сделок клиента, совершаемых с привлечением ссуды со стороны брокера в виде ценных бумаг или денежных средств;
 - **доверительные** — это счета, где сосредоточиваются денежные средства клиента, которыми брокер может распоряжаться совершенно самостоятельно в соответствии с договором доверительного управления, заключенного им с клиентом.

Основные этапы взаимодействия брокера с клиентом на рынке.

Этапы взаимодействия брокера с клиентом включают:

- установление контакта брокера с клиентом и заключение брокерского договора между ними;
- оказание клиенту брокерских услуг, прежде всего, по купле-продаже ценных бумаг в интересах клиента;

- прекращение отношений между клиентом и брокером по тем или иным основаниям (завершение операции, заключение договора клиента с другим брокером и т.п.).

Центральное место во взаимоотношениях между брокером и клиентом занимают отношения, которые проявляются в процессе выполнения брокером поручений клиента на покупку или продажу ценных бумаг на рынке. Конкретный характер этих отношений сильно различается в зависимости от вида проводимых операций, рынков, условий, которые ставит клиент перед брокером, и т.п. В этом смысле можно сказать, что каждая операция на рынке всегда индивидуальна и специфична. Однако при всех различиях можно выделить группы действий, которые совершает брокер для клиента, как правило, во всех случаях.

Наиболее типичные и часто повторяющиеся отношения между брокером и его клиентом в процессе осуществления сделок с ценными бумагами представлены на рис. 5.3.

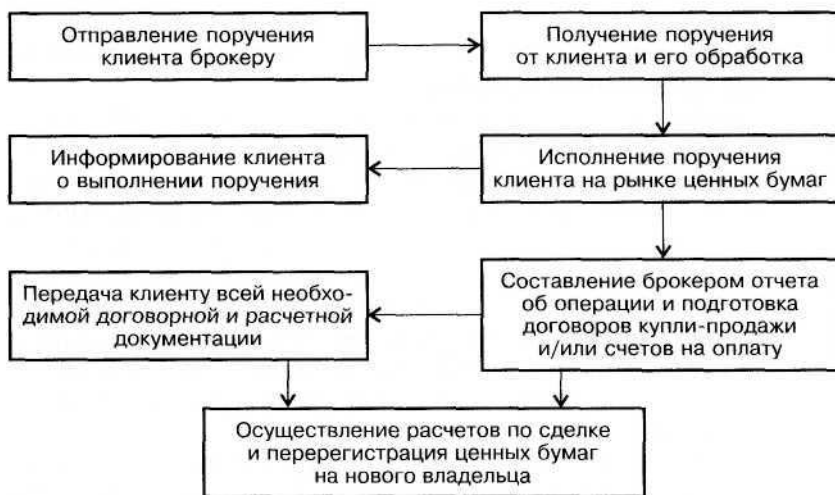


Рис. 5.3. Отношения между брокером и клиентом при купле-продаже ценной бумаги

Виды клиентских приказов. *Клиентский приказ* — это поручение клиента брокеру о том, что он должен сделать с ценными бумагами или денежными средствами клиента на рынке ценных бумаг в течение определенного времени и на основании заключенного между ними договора на брокерское обслуживание.

Клиентские приказы могут быть либо на покупку, либо на продажу. Они могут подаваться брокеру как до момента начала работы рынка, так и в ходе его функционирования.

Обязательные реквизиты клиентского приказа:

- вид ценной бумаги (полное наименование или рыночный символ);
- вид сделки (покупка, продажа);
- объем сделки (количество покупаемых (продаваемых) бумаг). Обычно стандартный лот (пакет) сделки с ценной бумагой составляет 100 шт.;
- тип счета (кассовый, маржинальный);
- вид регистрации (на имя клиента или на имя брокера как номинального держателя).

Классификации клиентских приказов брокеру. По уровню цены приказы принято разделять на:

- *рыночный*;
- *лимитный*;
- *стоп-приказ*;
- *стоп-лимитный приказ*.

По сроку действия приказы подразделяются на:

- *срочные*;
- *открытие*.

Рыночный приказ. Это приказ клиента на покупку или продажу ценной бумаги (на рыночном языке это еще называется открытием или закрытием рыночной позиции клиента) по текущей рыночной цене.

Ключевые принципы рыночного приказа:

- исполняется брокером по наилучшей из предлагаемых на момент реализации приказа цен. Это означает, что брокер должен купить ценную бумагу по наименьшей из имеющихся рыночных котировок (одновременных предложений) на продажу или должен продать ценную бумагу клиента по наибольшей из имеющихся на рынке котировок (одновременных предложений) на покупку ее;
- обладает наивысшим по сравнению с другими типами приказов приоритетом в исполнении. Если на рынке одновременно имеется рыночный приказ и какой-то иной тип приказа на одну и ту же ценную бумагу, то в первую очередь должен быть исполнен рыночный приказ, а уже затем другой;
- отдавая рыночный приказ, клиент не знает, по какой конкретной цене он будет исполнен, но он уверен, что приказ будет обязательно исполнен.

При исполнении рыночного приказа брокер может выполнить его как в целом, так и по частям по своему усмотрению в зависимости от ситуации на рынке.

Клиентские приказы, отданные до начала торговли, должны быть исполнены при открытии торговли, а приказы, отданные в ходе торгов, исполняются незамедлительно по мере поступления.

Лимитный приказ. Это приказ, в котором клиентом устанавливается предельная цена его исполнения.

Лимитный приказ на покупку — это приказ, в котором клиент устанавливает наибольшую сумму, которую он готов заплатить за покупку ценной бумаги. Это приказ, который может быть выполнен по рыночной цене, но не превышающей лимитную цену.

Лимитный приказ на продажу — это приказ, в котором клиент устанавливает наименьшую сумму, по которой он готов продать свою ценную бумагу. Это приказ, который может быть выполнен по рыночной цене, но не ниже, чем лимитная цена.

Недостаток лимитного приказа состоит в том, что если рыночная цена в своем движении вверх превысила лимитную цену покупки или в своем движении вниз упала ниже лимитной цены продажи, то в этой ситуации он не может быть выполнен, а потому клиент может понести ничем не ограниченные убытки. Например, клиент дает приказ брокеру продать ценную бумагу по цене не ниже 100 руб. при текущей рыночной цене 105 руб., которая вдруг стала быстро падать. Брокер выходит на рынок, но в это время цена уже упала до 95 руб. Приказ клиента не выполняется. Пока брокер снова свяжется с клиентом и получит новый приказ, цена может упасть еще сильнее, и ценная бумага клиента обесценится еще больше.

Стоп-приказ, или приказ «стоп-лосс». Это приказ, который превращается в рыночный приказ при достижении рыночной ценой указанной в приказе цены, или стоп-цены.

Стоп-приказ на покупку — это приказ, в соответствии с которым:

- в ситуации, когда в своем движении вверх рыночная цена достигла уровня стоп-цены, брокер должен *купить* ценную бумагу *по стоп-цене или выше*;
- в ситуации, когда рыночная цена движется вниз, стоп-приказ на покупку теряет практический смысл, так как с формальной стороны при достижении уровня стоп-цены брокер должен купить ценную бумагу *по стоп-цене или ниже*, что в данном случае равносильно смыслу рыночного приказа (покупка по наилучшей рыночной цене), но в то же время исполнение «стопа» может помешать покупке ценной бумаги по еще более низкой цене.

Стоп-приказ на продажу — это приказ, в соответствии с которым в ситуации, когда в своем движении вниз рыночная цена достигла уровня стоп-цены, брокер должен *продать* ценную бумагу *по стоп-цене или ниже*. Как и в предыдущем случае, стоп-приказ на продажу в ситуации роста рыночной цены не имеет практического смысла.

Стоп-приказы используются в качестве средства защиты от внезапного неблагоприятного изменения рыночной цены для клиента (инвестора). Недостаток данного приказа состоит в том, что он может быть выполнен по цене, худшей, чем стоп-цена. Достоинство данного приказа по сравнению с лимитным приказом заключается в том, что он будет обязательно выполнен, пусть и с какими-то потерями для клиента, но в случае использования лимитного приказа потери клиента могли бы быть гораздо больше.

Стоп-лимитный приказ. Это приказ, который содержит и лимитную цену, и стоп-цену. Его идея состоит как бы в соединении преимуществ лимитного приказа и стоп-приказа — в случае, если рыночная цена достигает установленной стоп-цены, приказ незамедлительно выполняется по текущей рыночной цене, но не выше (или не ниже) установленной лимитной цены.

Стоп-лимитный приказ на покупку — это приказ, который в ситуации роста рыночной цены выполняется, как только она превысит уровень стоп-цены, но при этом покупка должна быть выполнена брокером по цене не выше установленной лимитной цены. В противном случае приказ отменяется. В ситуации падения рыночной цены стоп-лимитный приказ на покупку теряет практический смысл, так как любые ограничения по цене покупки только приносят вред инвестору.

В стоп-лимитном приказе на покупку лимитная цена всегда больше стоп-цены.

Стоп-лимитный приказ на продажу — это приказ, который в ситуации снижения рыночной цены выполняется, как только она в своем падении достигнет уровня стоп-цены, но при этом продажа должна быть выполнена брокером по цене не ниже установленной лимитной цены. В противном случае приказ отменяется. В ситуации роста рыночной цены стоп-лимитный приказ на продажу не отдается.

В стоп-лимитном приказе на продажу лимитная цена всегда меньше стоп-цены.

Стоп-лимитный приказ ограничивает возможные убытки клиента не вообще, а только в пределах разницы между стоп- и лимитной ценой.

Сферы действия приказов в условиях роста рыночной цены показаны на рис. 5.4, а в условиях ее падения — на рис. 5.5.



Рис. 5.4. Сферы действия приказов в условиях роста рыночной цены

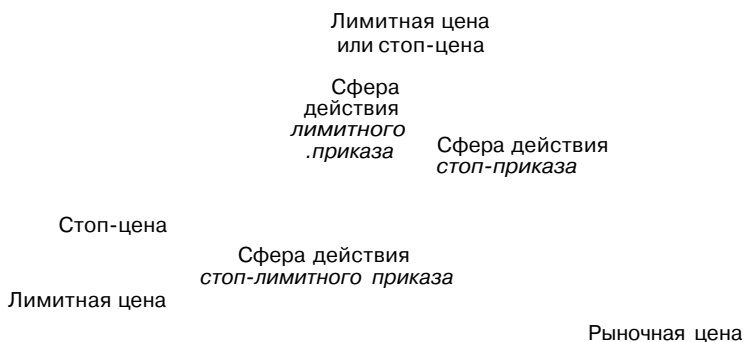


Рис. 5.5. Сферы действия приказов в условиях падения рыночной цены

Для того чтобы сравнить действия приказов в зависимости от изменения рыночной цены ценных бумаг, приведем табл. 5.2.

Срочный приказ. Это приказ, в котором содержится конкретный срок (сроки) его исполнения. Основные виды срочных приказов следующие:

- *дневной* — это приказ, который должен быть исполнен в течение текущего торгового дня. В случае его неисполнения

Таблица 5.2

Сравнение действия приказов на рынке ценных бумаг

<i>Изменения рыночной цены</i>	<i>Рыночный приказ</i>	<i>Лимитный приказ</i>	<i>Стоп-приказ</i>	<i>Стоп-лимитный приказ</i>
Рыночная цена возрастает	Исполняется по рыночной цене	Исполняется, когда рыночная цена становится равной лимитной цене, но не превышает ее	Исполняется, когда рыночная цена становится равной стоп-цене или превысит ее	Исполняется, когда рыночная цена становится равной стоп-цене, но не превышает уровня лимитной цены
Рыночная цена падает	Исполняется по рыночной цене	Исполняется, когда рыночная цена становится равной лимитной цене, но не ниже ее	Исполняется, когда рыночная цена становится равной стоп-цене или падает ниже нее	Исполняется, когда рыночная цена становится равной стоп-цене, но не ниже уровня лимитной цены

по каким-то причинам приказ отменяется. К дневным приказам относятся любые приказы, в которых не указан срок исполнения;

- *с фиксированным сроком* — это приказ, в котором указан конкретный срок, в течение которого он должен быть исполнен, а в случае неисполнения — отменен;
- *с немедленным исполнением* — это приказ, который должен быть исполнен максимально быстро. Его возможные разновидности:
 - приказ «исполнить или отменить» — данный приказ должен быть выполнен брокером немедленно или отменен;
 - приказ, подлежащий исполнению по открытию биржи, — приказ, который вводится в торговую систему в течение нескольких минут после открытия биржи и должен быть исполнен в течение установленного правилами биржи временного отрезка;
 - приказ, подлежащий исполнению по закрытию биржи, — приказ, который вводится в торговую систему в течение торгового дня, но должен быть исполнен максимально близко к моменту закрытия торгового дня биржи.

Открытый приказ. Это приказ, который остается на рынке до его исполнения или до его отмены клиентом.

На рынке ценных бумаг используются и другие виды приказов в зависимости от требований клиентов.

5.4. Дилерская деятельность

Понятие. Дилерская деятельность — это совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и/или продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и/или продажи этих ценных бумаг по объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность, ценам.

Простую куплю-продажу ценных бумаг за свой счет, т. е. в собственных интересах, а не только в интересах клиентов, могут осуществлять и другие профессиональные участники рынка ценных бумаг, которым такое право предоставлено, например брокеры. Но чтобы выставлять публичные котировки на покупку и продажу какого-то круга ценных бумаг, необходимо получить статус дилера на рынке ценных бумаг.

Следовательно, необходимо различать, **во-первых**, дилерскую деятельность как профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг; **во-вторых**, дилерскую деятельность как торговую деятельность, осуществляемую за счет своих средств.

По терминологии, принятой на фондовых рынках развитых стран, профессиональная дилерская деятельность на российском рынке еще может называться маркет-мейкерством.

Маркет-мейкер — это дилер, который как бы отвечает за рынок определенной ценной бумаги, поддерживает его ликвидность (торгуемость), определяет текущие цены на конкретную ценную бумагу в зависимости от складывающегося спроса и предложения на нее. Обычно дилер обязательно специализируется на каких-либо видах или группах ценных бумаг, поскольку:

- общее их число огромно и не может быть охвачено никаким отдельным участником рынка;
- дилер выступает как специалист рынка данной ценной бумаги, и поэтому он лучше всех других участников рынка может отслеживать динамику ее рыночной цены.

Дилерами на рынке обычно выступают крупные компании, располагающие солидным собственным капиталом, без которого просто невозможно поддержание рынка ценной бумаги в «рабочем» состоянии. У дилера в обычном случае должно всегда иметься необходимое количество бумаг (собственный «портфель»), чтобы удовлетворять все изменения (скачки) спроса на данную ценную бумагу и одновременно выкупать с рынка «избыточное» количество этой бумаги, когда конъюнктурный спрос на нее падает.

Дилеры работают на рынке с любыми его участниками, но все же чаще они контактируют с брокерами, а не непосредственно с самими клиентами (инвесторами). Прямой контракту клиентов с дилерами имеется обычно в случае осуществления крупных (больших по объему) сделок с курируемой дилером ценной бумагой.

В отличие от дохода брокера доход дилера складывается из разницы между продаваемыми им бумагами и ценой их покупки у других участников рынка.

Основные функции дилера. Дилерская деятельность представляет собой дальнейшее развитие брокерской деятельности в направлении усиления роли торгового посредника на рынке. К его важнейшим функциям относятся:

- функции, которые выполняет брокер на рынке ценных бумаг, включая функции финансового консультанта;
- организация и поддержание оборота (ликвидности) рынка определенных ценных бумаг (маркет-мейкерство).

Вторая из указанных функций составляет основное содержание дилерской деятельности и в свою очередь включает целый ряд действий на рынке. В частности:

- объявление цен покупки и продажи ценной бумаги в соответствующей торговой системе;
- обязательства по покупке и продаже ценной бумаги по цене, объявленной на момент поступления приказа;
- установление минимального и максимального количества ценных бумаг, которые могут быть куплены (проданы) по объявленным ценам;
- установление в необходимых случаях сроков, в течение которых действуют объявленные цены.

Обязанности дилера на рынке. Так как дилер непосредственно находится на рынке, точнее, представляет сам рынок, то он обладает совершенно неоспоримыми преимуществами перед любыми другими участниками рынка, перед всеми его клиентами. В связи с этим к дилеру предъявляются требования, которые он должен неукоснительно соблюдать. Так, он должен:

- всегда действовать в интересах своего клиента (независимо от его вида);
- в первоочередном порядке исполнять приказы клиента по отношению к своим собственным;
- обеспечивать клиентам наилучшие условия по уровню цен, срокам исполнения и размерам сделок и т.п.;

- своевременно доводить до участников рынка рыночную информацию по курируемым ценным бумагам и не искажать эту информацию;
- не понуждать клиентов к совершению сделок;
- не манипулировать ценами и т.п.

Основные различия между дилерской и брокерской деятельностью. На рынке ценных бумаг брокерская и дилерская виды деятельности различаются последующим характеристикам, которые для удобства сравнения приведены в табл. 5.3.

Таблица 5.3

Различия между дилерской и брокерской деятельностью на рынке ценных бумаг

<i>Показатели</i>	<i>Дилерская деятельность</i>	<i>Брокерская деятельность</i>
Вид договора с клиентом	Договор купли-продажи	Договор поручения, или комиссии, или агентирования
Источник капитала для сделок с ценными бумагами	Собственные средства	Клиентские средства
Владелец ценных бумаг по проведенной сделке	Дилер	Клиент
Источник дохода	Разница в рыночных ценах	Вознаграждение клиента по договору с ним
Влияние на процесс рыночного ценообразования	Прямое, непосредственное (благодаря объявлению публичных котировок)	Опосредованное, наравне с другими участниками рынка
Иерархия взаимоотношений	Высший уровень торгового посредничества	Низший уровень торгового посредничества

5.5. Деятельность по управлению ценными бумагами

Понятие. *Деятельность по управлению ценными бумагами* — это осуществление юридическим лицом от своего имени за вознаграждение в течение определенного срока доверительного управления переданными ему во владение и принадлежащими другому лицу в интересах этого лица или указанных этим лицом третьих лиц:

- ценными бумагами;
- денежными средствами, предназначенными для инвестирования в ценные бумаги;

- денежными средствами и ценными бумагами, получаемыми в процессе управления ценными бумагами.

Юридическое лицо, осуществляющее доверительное управление, называется управляющим. В качестве управляющего на рынке ценных бумаг обычно выступают коммерческие банки, инвестиционные компании и специально создаваемые для этих целей управляющие компании.

Преимущества доверительного управления. Преимущества доверительного управления на рынке ценных бумаг коренятся в профессиональном характере такого рода управления и его потенциально неограниченных масштабах.

Профессиональное управление большими капиталами по сравнению с индивидуальным управлением ценными бумагами, как правило, обеспечивает следующие неоспоримые преимущества:

- более высокую доходность от инвестирования капитала в ценные бумаги;
- » более низкие затраты, связанные с проведением операций на рынке ценных бумаг;
- « более низкие рыночные риски всевозможных потерь от изменения рыночной конъюнктуры.

Доверительное управление ценными бумагами лежит в основе коллективных форм инвестирования на рынке ценных бумаг, существующих в форме различного рода инвестиционных фондов: паевых инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов и т.д.

Договор доверительного управления. В основе деятельности по управлению ценными бумагами лежит договор доверительного управления. Его основными характеристиками являются:

- *юридические наименования сторон договора:* по данному договору клиент называется учредителем управления, а профессиональный участник рынка — доверительным управляющим;
- « *содержание договора:* клиент передает управляющему на определенный срок денежные средства, предназначенные для инвестирования в ценные бумаги, а управляющий обязуется управлять совокупным имуществом (денежными средствами и ценными бумагами) в интересах клиента или указанного им лица;
- *права доверительного управляющего:* доверительный управляющий в пределах, установленных договором доверительного управления, осуществляет правомочия собственника в отношении денег и ценных бумаг, переданных ему в доверительное управление;

- *обязанности управляющего:*
 - управлять доверенным ему имуществом в интересах своих доверителей;
 - при заключении сделок с ценными бумагами, переданными ему в управление, обязательно указывать, что он действует в качестве доверительного управляющего (делается пометка «Д. У.»);
 - вести обособленный учет имущества, переданного ему в доверительное управление, от своего собственного имущества;
- *оплата услуг управляющего:* доверительный управляющий получает вознаграждение в соответствии с заключенным договором, а возмещение расходов, связанных с осуществлением процесса доверительного управления, производится за счет доходов, возникающих в ходе этого управления.

Особенности доверительного управления ценными бумагами. Доверительное управление ценными бумагами включает следующие аспекты:

- в случае, если объектом доверительного управления являются акции, управление ими неизбежно включает не только доверительное управление ими на рынке ценных бумаг, т. е. управление ими как рыночным имуществом, но и доверительное управление, связанное с участием на их основе в управлении соответствующими акционерными обществами;
- управление ценными бумагами на рынке означает более-менее постоянное превращение их в денежную форму и обратно, а потому возникает потребность в доверительном управлении и денежными средствами (тем же самым инвестируемым капиталом, но в денежной форме), высвобождающимися на время с рынка ценных бумаг. Указанные денежные средства временно могут оставаться на банковских счетах и приносить процентный доход, уплачиваемый банком;
- доверительное управление обычно связано с доверительным управлением ценных бумаг по отношению сразу ко многим участникам рынка, а не только по отношению к индивидуальному клиенту;
- поскольку доверительных управляющих на рынке может быть достаточно много, постольку частный инвестор должен выбрать подходящего ему доверительного управляющего;
- доверительное управление всегда связано установлением объема полномочий доверительного управляющего, т. е. находит свое выражение в обязательном наличии у последнего

инвестиционной декларации, в которой устанавливаются направления и способы инвестирования доверяемых ему денежных средств (частных капиталов или инвестиций).

Ограничения деятельности управляющего. Доверительный управляющий на рынке ценных бумаг осуществляет свою деятельность в достаточно жестких границах, устанавливаемых соответствующими правовыми актами государства, с целью максимальной защиты интересов коллективных инвесторов, которые доверили ему свои сбережения. Доверительный управляющий *не вправе*:

- приобретать за счет управляемых средств ценные бумаги, которые будут принадлежать ему самому;
- покупать на собственные средства ценные бумаги, которые находятся в его управлении;
- представлять сразу две стороны одного и того же договора купли-продажи ценной бумаги;
- приобретать ценные бумаги организаций, которые подлежат ликвидации;
- продавать ценные бумаги с отсрочкой платежа более чем на 30 календарных дней;
- « передавать доверенные ему ценные бумаги в залог собственных обязательств;
- » передавать доверенные ему денежные средства во вклады в пользу третьего лица;
- » заключать за счет доверенных ему средств договоры страхования в пользу третьих лиц и др.

Способы оплаты услуг доверительного управляющего. Теоретически оплата услуг доверительного управляющего может иметь самые разные формы. Основные из них следующие:

- « фиксированный размер вознаграждения за год. Недостаток данного способа вознаграждения состоит в отсутствии его привязки к результатам деятельности управляющего;
- вознаграждение устанавливается в зависимости от оборота имущества (например, объема сделок купли-продажи с ценными бумагами). В данном варианте управляющий больше заинтересован в росте объема торговли ценными бумагами, чем, например, в увеличении их рыночной стоимости;
- вознаграждение устанавливается в фиксированном проценте от рыночной стоимости портфеля ценных бумаг, находящихся в доверительном управлении. Разновидностью данного вида вознаграждения является фиксированный процент от стоимости чистых активов имущества инвестиционного фонда. Это наиболее часто применяемый способ вознаграждения

дения. Теоретический его недостаток состоит в том, что управляющий получает вознаграждение независимо от того, увеличивается рыночная стоимость доверенного ему имущества или нет. Даже в случае уменьшения этой стоимости доверительный управляющий может получать вознаграждение, которое при определенных обстоятельствах позволит ему иметь прибыль, в то время как все остальные участники доверительного управления будут иметь убыток;

- вознаграждение устанавливается в процентах от величины полученного за год дохода, например, величины прироста стоимости ценных бумаг, находящихся в доверительном управлении. Проблема состоит в том, что величина этого дохода не всегда зависит только от действий управляющего. Если на рынке ценных бумаг имеет место затяжное падение цен (например, фондовый кризис), то у всех участников ценные бумаги обесцениваются, и тогда может оказаться, что управляющий не только не получит прибыль, но и не сможет компенсировать свои собственные издержки управления;
- возможны и другие способы установления вознаграждения, которые часто представляют собой различные комбинации перечисленных выше форм.

5.6. Деятельность по определению взаимных обязательств (клиринг)

Понятие. Клиринговая деятельность — это деятельность по установлению взаимных обязательств (сбор, сверка, корректировка информации по сделкам с ценными бумагами и подготовка бухгалтерских документов по ним) и их зачету по поставкам ценных бумаг и расчетам по ним.

Клиринговая деятельность может осуществляться только юридическим лицом **на** основе соответствующей лицензии. Организация, специализирующаяся на клиринге между участниками соответствующего рынка, может называться: клиринговая организация, **клиринговая палата**, клиринговый центр, расчетная палата.

Требования, предъявляемые к клиринговой организации. Клиринговая организация **осуществляет свою деятельность на** основе разработанных ею правил, которые должны быть утверждены федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Если **клиринговая** организация одновременно осуществляет и расчеты по сделкам с ценными бумагами, то она обязана сформировать

ровать в установленных размерах специальные фонды для снижения рисков неисполнения сделок с ценными бумагами.

Процедура клиринга. В соответствии с понятием «клиринговая деятельность» процедура клиринга состоит из трех частей:

- 1) сбор исходной информации, ее сверка и в случае наличия расхождений в информации, полученной от противоположных сторон сделки, проведение ее корректировки;
- 2) подготовка бухгалтерских документов на основе исходной информации о сделках; данная информация необходима, чтобы провести соответствующие перечисления денежных средств с банковских или иных расчетных счетов участников рынка и перерегистрации прав собственности на передаваемые в связи с этим ценные бумаги;
- 3) проведение зачета взаимных требований участников рынка друг перед другом по денежным платежам и поставкам каждой ценной бумаги. Процедура зачета позволяет резко сократить потоки денег и перемещения ценных бумаг между участниками рынка, поскольку в этом случае осуществляются лишь движение итоговых денежных сумм и сальдированное перемещение ценных бумаг.

Связь клиринга и расчетов. Процедура клиринга предшествует процедуре расчетов. *Расчеты по ценным бумагам* — это деятельность по переводу денежных средств между участниками рынка и корреспондирующему этому переводу процессу перерегистрации прав собственности на ценные бумаги. Обычно термин «расчеты» понимается как собственно расчетная, т. е. вычислительная, деятельность. В данном контексте все вычисления по сделке осуществляются в процессе клиринга, а расчеты являются «материализацией» всех вычислений.

Клиринги расчеты представляют собой обособившиеся части современной реальной (т. е. сопровождающейся физическим перемещением товара от продавца к покупателю) рыночной сделки. Она всегда включает три стадии (части), которые представлены на рис. 5.6.

В процессе клиринга подготавливается необходимая бухгалтерская документация по сделкам, но, в отличие от приведенной выше схемы, не по каждой отдельной сделке, а по каждому участнику рынка и по всем его рыночным сделкам за определенный период (обычно за торговый день). Тем самым резко сокращается, ускоряется и удешевляется общий документооборот.

Указанная документация поступает в соответствующие банки и организации, которые ведут переучет прав собственности на ценные бумаги (депозитарии, регистраторы).



Рис. 5.6. Составные части рыночной сделки

Поскольку большинство участников рынка ценных бумаг достаточно часто заключают сделки, постольку целесообразным оказывается объединение в едином специализированном центре сразу как клиринговой, так и расчетной деятельности, т. е. в профессиональной клиринговой организации. В таком случае денежные средства и ценные бумаги соответствующих участников фондового рынка находятся на учете в клиринговом центре, и у них отсутствует пространственное перемещение, как это имеет место в случае, когда клиринг и расчеты разделены между собой по разным организациям.

Виды взаимозачета при клиринге. *Взаимозачет* — это выявление итоговых взаимоотношений между участниками рынка за определенный временной промежуток по всем сделкам между ними за этот отрезок времени.

Взаимозачет может быть:

- **двусторонним** — это взаимозачет только между двумя участниками рынка по всем сделкам, заключенным между ними за расчетный период (обычно задень);
- **многосторонним** — это взаимозачет сразу между многими участниками рынка по всем заключенным между ними сделкам за расчетный период; он обозначается также термином «неттинг». Многосторонний клиринг может существовать в двух формах:
 - 1) без посредника в расчетах;
 - 2) с участием центрального посредника в расчетах; такой клиринг получил название «новейшн».

В системе многостороннего клиринга «новейшн»-обязательства всех участников рынка регистрируются не относительно друг друга, а относительно самого клирингового центра, который как бы становится стороной каждой сделки, заключенной перед этим участниками рынка между собой. В результате для каждого участника рынка определяется, с одной стороны, сумма его обязательств перед клиринговой организацией, а с другой — сумма обязательств клиринговой организации перед ним. Затем осуществляется взаимозачет, в ходе которого определяется итоговое сальдо по деньгам и ценным бумагам.

Наличие единого посредника в расчетах позволяет клиринговой организации не только удешевить и ускорить расчеты, но и создавать новые системы управления рыночными рисками, позволяющие существенно снижать их. (Подробнее об этом в специальной литературе.)

Современные системы клиринга и расчетов основаны на мощнейшей вычислительной технике.

Основные риски клиринговой деятельности. Клиринговая деятельность, как и любая другая рыночная деятельность, сопряжена с рядом рисков, или возможных потерь, как для самой клиринговой организации, так и для ее клиентов. В наиболее укрупненном виде риски клиринга могут быть двух типов:

- **операционные** — это риски, которые вытекают из операций (действий, процедур), осуществляемых клиринговой организацией, и которые могут обернуться *потерями для нее самой*;
- **специфические** — это риски, которые вытекают из операций (действий, процедур), осуществляемых клиринговой организацией, и которые могут обернуться *потерями для участников клирингового процесса* (сторон сделки).

Операционные риски складываются из риска:

- недостоверности исходных данных по совершаемым сделкам;
- незаконного использования информации, имеющейся в клиринговой организации, другими участниками рынка (например, несанкционированный доступ в ее информационную базу);
- » неисполнения клиринговой организацией в силу каких-то причин обязательств перед участниками клиринга.

(Клиринговая организация обязана возмещать потери от операционных рисков своим клиентам за счет собственных ресурсов.

Специфические риски — это риски, возникающие у самих участников рынка, обязательства которых находятся в процессе клиринга. Они могут состоять из таких видов, как:

- *риск ликвидности* — это потери, которые может понести одна из сторон договора купли-продажи ценной бумаги в результате задержки другой стороной договора исполнения своих обязательств;
- *риск неисполнения обязательств* — это потери, которые может понести одна из сторон договора в результате неисполнения его другой стороной своих обязательств по нему;
- *системный риск* — это потери, которые могут понести все участники рынка (в силу цепочки неплатежей) в результате неисполнения обязательств одной из сторон договора.

В свою очередь, риск неисполнения обязательств может включать три вида потерь, или рисков:

- *риск потери основной суммы долга*. Такой убыток возможен, если покупатель оплатит ценную бумагу, но не получит ее, или, наоборот, в случае, когда продавец передаст ценные бумаги, но не получит оплату за них;
- *риск возмещения возможных убытков* — это убытки, которые может понести сторона договора купли-продажи в результате его отмены по инициативе другой его стороны;
- *риск упущенной выгоды* — это доход, который должна была бы получить сторона договора купли-продажи ценной бумаги, если бы последний не был отменен по инициативе другой его стороны; кратко — это недополученный доход.

Управление (или «борьба с») операционными и специфическими рисками состоит в разработке соответствующих защитных мер в самой клиринговой организации, перечень которых может быть достаточно велик:

- предварительное депонирование в клиринговой организации денежных средств и ценных бумаг сторонами, заключающими договоры купли-продажи ценных бумаг. В результате достигается устранение риска неисполнения обязательств одной из сторон заключенного договора;
- заключение и исполнение договоров по принципу «поставка против платежа», т. е. процесс перечисления денег со счета на счет от покупателя к продавцу одновременно сопровождается противоположным процессом перевода ценных бумаг от продавца к покупателю (по счетам депо);
- представление участниками рынка необходимых гарантий и поручительств третьих лиц в клиринговый расчетный центр;
- страхование участников рынка и самой клиринговой организации;

- тщательный отбор участников рынка с точки зрения их финансового положения, надежности и т.п.;
- установление ограничений на размеры заключаемых на рынке сделок и другие меры.

5.7. Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг

Понятие. Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг — это сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг.

Система ведения реестра владельцев ценных бумаг — это совокупность данных, зафиксированных на бумажном носителе и/или с использованием электронной базы данных, обеспечивающая идентификацию зарегистрированных в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг номинальных держателей и владельцев ценных бумаг и учет их прав в отношении ценных бумаг, зарегистрированных на их имя, позволяющая получать и направлять информацию указанным лицам и составлять реестр владельцев ценных бумаг.

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

Держатель реестра и регистратор. Держатель реестра — это юридическое лицо, которое оказывает услуги по ведению реестра владельцев ценных бумаг.

Держателем реестра может быть:

- эмитент ценной бумаги в случае, если число владельцев эмитированных им именных ценных бумаг (кроме акций) не превышает 500 лиц, а в случае акций — не превышает 50 лиц;
- регистратор — это профессиональный участник рынка ценных бумаг, т. е. независимая от эмитента специализированная организация, которая осуществляет деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг;
- в случае, если число владельцев ценных бумаг превышает 500 (а в случае акций — 50 и более), их реестр в обязательном порядке ведет профессиональный участник.

Регистратор может вести реестры владельцев ценных бумаг неограниченного числа эмитентов. В свою очередь, эмитент может заключить договор на ведение реестра всех своих эмиссионных ценных бумаг только с одним регистратором.

Деятельность по ведению системы реестра владельцев ценных бумаг является исключительным видом деятельности регистратора на рынке, которая не может совмещаться ни с какими другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

Номинальный держатель. В системе ведения реестра владельцев ценных бумаг могут быть зарегистрированы два вида владельцев:

- 1) владелец ценной бумаги;
- 2) номинальный держатель ценной бумаги.

Номинальный держатель — это лицо, зарегистрированное в системе ведения реестра, в том числе являющееся депонентом депозитария, и не являющееся владельцем в отношении этих ценных бумаг.

Номинальным держателем ценных бумаг могут быть любые юридические и физические лица, в том числе профессиональные участники рынка ценных бумаг.

Номинальный держатель необходим в двух случаях:

- 1) в целях обеспечения секретности, т. е. для сокрытия действительного собственника ценной бумаги в тех случаях, когда это ему необходимо;
- 2) в целях обеспечения возможности централизованного клиринга и расчетов на рынке ценных бумаг. В результате создается уникальная возможность бесконечного процесса совершения сделок между участниками рынка без перерегистрации прав собственности на ценную бумагу в системе ведения реестра ее владельцев.

В качестве номинального держателя соответствующих ценных бумаг регистрируются как централизованный (расчетный) депозитарий, так и брокеры, и дилеры.

Номинальный держатель может осуществлять права, закрепленные ценной бумагой, например, право участия в собрании акционеров, только при наличии полномочий на это от непосредственного владельца ценной бумаги.

Ценные бумаги клиентов номинального держателя не подлежат взысканию в пользу его собственных кредиторов.

К основным функциям номинального держателя в отношении владельцев ценных бумаг относятся:

- обеспечение получения владельцем всех выплат, которые ему причитаются по ценной бумаге за время нахождения ее в собственности владельца;

- осуществление сделок с ценными бумагами по поручению их владельца;
- осуществление учета ценных бумаг на отдельных забалансовых счетах и обеспечение их наличия в количестве, достаточном для удовлетворения требований владельцев;
- внесение в систему ведения реестра записи о передаче ценной бумаги на имя ее владельца по его требованию.

Одновременно по требованию держателя реестра номинальный держатель обязан предоставить списки владельцев, номинальным держателем ценных бумаг которых он является на соответствующую дату.

Организация системы ведения реестра. Деятельность по ведению системы реестра включает большое число направлений, основными из которых являются:

- ведение лицевых счетов зарегистрированных в реестре лиц;
- ведение учета ценных бумаг эмитента на его лицевых счетах (отдельно по выпуску ценных бумаг от счетов по выкупу ценных бумаг эмитентом);
- ведение регистрационного журнала по каждому эмитенту (уставный капитал, дивиденды, выпуски ценных бумаг, дробления и консолидации акций и т. п.);
- хранение и учет документов, являющихся основанием для внесения записей в систему ведения реестра;
- учет начисленных доходов по ценным бумагам эмитентов и др.

В целом в системе ведения реестра должна содержаться информация об эмитенте, его ценных бумагах, зарегистрированных владельцах этих ценных бумаг, видах и количестве принадлежащих им бумаг и др.

Изменения в систему ведения реестра вносятся на основании установленного перечня документов, в частности, распоряжения владельца (номинального держателя) о передаче ценной бумаги (передаточное распоряжение), а также иных документов, подтверждающих переход права собственности на ценную бумагу, например, свидетельство о наследстве, договор дарения, решение суда и т. п.

Отказ от внесения записи (или отклонение от записи) не допускается, за исключением случаев, предусмотренных законодательством.

Функции регистратора. Основные функции регистратора вытекают из содержания его деятельности и могут быть сведены в следующие группы:

- открытие лицевых счетов владельцам ценных бумаг и **номинальным** держателям ценных бумаг;
- осуществление всех необходимых операций по лицевым счетам, связанным с изменением количества и видов ценных бумаг у владельцев ценных бумаг, выплатой им доходов по ценным бумагам эмитента;
- постоянное совершенствование всей системы ведения реестра владельцев ценных бумаг;
- своевременное и полное доведение информации, предоставляемой эмитентами регистратору, до владельцев лицевых счетов;
- предоставление владельцам лицевых счетов выписок о состоянии лицевого счета и выписок из состава реестра акционеров;
- предоставление реестра акционеров руководству акционерного общества и тем акционерам, которые по закону имеют право на получение данного реестра;
- при окончании или досрочном прекращении договора с эмитентом передача всей системы ведения реестра владельцев его ценных бумаг в установленном порядке новому регистратору.

Трансфер-агент. *Трансфер-агент* — это юридическое лицо, которое по договору с регистратором осуществляет функции по приему и передаче информации и документов, необходимых для открытия лицевых счетов и проведения операций по ним в системе реестра владельцев ценных бумаг, от владельца лицевого счета к регистратору и **обратно**.

Необходимость трансфер-агента вытекает из пространственной распределенностиTM владельцев ценных бумаг. Сам регистратор обычно находится в одном из центральных городов, а владельцами ценных бумаг могут быть лица, проживающие по всей стране. Трансфер-агент осуществляет связь владельцев ценных бумаг с регистратором, когда они расположены на существенном удалении друг от друга.

Главные задачи трансфер-агента:

- прием документов от владельцев лицевых счетов при совершении ими тех или иных операций с ценными бумагами;
- проверка подлинности представленных документов (в меру возможности) и подписей на них;
- передача установленным способом полученных документов регистратору;

- передача владельцам лицевых счетов необходимых документов (сертификатов ценных бумаг, выписок из реестра и др.);
- осуществление в оговоренных случаях выплаты доходов по ценным бумагам и др.

Оплата услуг регистратора. Основными источниками доходов регистратора являются:

- оплата услуг регистратора эмитентом согласно заключенному между ними договору;
- оплата услуг регистратора со стороны владельцев лицевых счетов.

Регистратор самостоятельно устанавливает плату за свои услуги, но ее максимальный размер в случае оказания услуг владельцам лицевых счетов ограничивается нормами, устанавливаемыми федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Услуги регистратора оплачивает по отдельности каждая сторона сделки при купле-продаже ценной бумаги.

Основные виды услуг регистратора, которые подлежат оплате его пользователями:

- открытие лицевого счета;
- внесение или изменение сведений в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг;
- внесение изменений в лицевые счета, прежде всего, в результате совершаемых операций с ценными бумагами;
- предоставление по требованию клиентов выписок о состоянии лицевого счета или из реестра владельцев ценных бумаг и др.

5.8. Депозитарная деятельность

Понятие. *Депозитарная деятельность* — это оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету и переходу прав на ценные бумаги.

Хранение сертификатов ценных бумаг, или ценных бумаг в документарной форме, как самостоятельный вид деятельности, не является профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг и может осуществляться другими его участниками. Например, часто документарные ценные бумаги хранятся в личных (индивидуальных) банковских сейфах, т. е. такого рода услуга является межрыночной, поскольку всегда существует потребность в хранении (сохранении) самых разнообразных материальных ценностей. Хранить ценности можно и на складе, и в коммерческом банке, и в юридической конторе, и в музее и т.п.

В современных условиях, когда большинство эмиссионных ценных бумаг выпускается в бездокументарной форме, депозитарная деятельность представляет собой в основном оказание услуг по учету и переходу прав (собственности) на ценные бумаги.

Депозитарий — это в большей степени участник вторичного рынка ценных бумаг в отличие от регистратора, который по преимуществу является участником первичного рынка. Дело в том, что реестродержатель *отвечает за фиксацию отношений* между эмитентом и инвесторами, ее поддержание и обновление, что входит в круг отношений первичного рынка ценных бумаг. Депозитарий, наоборот, фиксирует отношения между инвесторами при смене собственности на ценные бумаги, которая имеет место на вторичном рынке. Его задача состоит в обеспечении быстрого и дешевого способа перевода прав на ценную бумагу с одного участника рынка на другого.

Пользователь услуг депозитария называется депонентом, а открываемый ему в депозитарии счет — *счетом депо*.

Изменение способа удостоверения прав на ценные бумаги в депозитарии. Передача учета ценных бумаг в депозитарий осуществляется:

- 1) когда сертификат ценной бумаги передается на хранение в депозитарий. В этом случае происходит замена документарного способа удостоверения прав на ценную бумагу на бездокументарный способ, т. е. учет операций с данными ценными бумагами в дальнейшем осуществляется в виде записей на счетах депо без выписывания новых сертификатов (возможны разные варианты этой ситуации в зависимости от условий эмиссии документарной ценной бумаги — предполагает ли она выпуск сертификатов частным владельцам ценных бумаг или существует лишь сертификат на выпуск данной ценной бумаги в целом);
- 2) когда депозитарий становится номинальным держателем ценных бумаг в системе реестра их владельцев. В этом случае происходит простая передача учета соответствующих ценных бумаг от регистратора (т. е. с лицевых счетов их владельцев) к депозитарию (т. е. на счета депо этих же владельцев).

Аналогично депозитарий может быть депонентом другого депозитария или иметь в качестве своих депонентов других депозитариев.

Депозитарный договор. Депозитарий оказывает свои услуги на основании депозитарного договора, заключаемого со своими депонентами. В соответствии с этим договором:

- депозитарий не может распоряжаться ценными бумагами депонентов, кроме выполнения их поручений относительно данных ценных бумаг;
- на ценные бумаги депонентов не может быть обращено взыскание по обязательствам депозитария;
- депозитарий несет ответственность за хранение переданных ему сертификатов ценных бумаг.

В депозитарном договоре, или договоре о счете депо, указываются:

- предмет договора (хранение и/или учет прав на ценные бумаги);
- стандартные условия осуществления депозитарной деятельности;
- срок действия договора;
- порядок передачи информации, касающейся распоряжения ценными бумагами, депозитарию со стороны депонента;
- порядок оплаты услуг депозитария;
- порядок передачи информации и доходов от эмитента ценной бумаги к депоненту;
- порядок осуществления прав депонента на участие в управлении акционерным обществом (в случае акций) или их делегирование.

Виды депозитариев. В зависимости от целей депозитарных услуг депозитарии подразделяются на:

- расчетные;
- клиентские («кастодиальные»).

Расчетный — это депозитарий, который обслуживает профессиональных участников организованного фондового рынка. Он осуществляет свою деятельность в неразрывном единстве с системами торговли (заключения сделок), клиринга и расчетов по обращающимся ценным бумагам.

Деятельность расчетного депозитария может совмещаться только со следующими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг: с клиринговой деятельностью и деятельностью по организации торговли.

Клиентский — это депозитарий, который оказывает всевозможные услуги непосредственным владельцам ценных бумаг. В мировой практике деятельность клиентских (кастодиальных) депозитариев, по сути, сливается с деятельностью регистраторов, но в России эти виды услуг пока не совмещаются.

Деятельность клиентского депозитария может совмещаться только со следующими видами профессиональной деятельности на

рынке ценных бумаг: с брокерской, дилерской и деятельностью по управлению ценными бумагами.

Клиентские депозитарии могут быть специализированными на учете отдельных видов ценных бумаг. Например, учет инвестиционных паев, выпускаемых паевыми инвестиционными фондами, осуществляется специализированными депозитариями.

Основные функции клиентского депозитария. Функции клиентского депозитария могут быть самыми разнообразными, а главное, они постоянно развиваются вместе с изменением и ростом разнообразия потребностей участников рынка **ценных бумаг**. Современные функции депозитария **могут** включать:

- участие в расчетах по сделке с точки зрения поставки или принятия ценных бумаг клиентов с зачислением этих бумаг на клиентские счета депо;
- учет и хранение ценных бумаг клиентов в двух формах:
 - 1) открытое хранение, т. е. учет ценных бумаг без их разбивки по конкретным клиентам сточки зрения характеристик ценных бумаг (порядковых номеров и других индивидуальных атрибутов ценных бумаг);
 - 2) закрытое хранение, при котором учет ценных бумаг осуществляется непосредственно на именных счетах депо клиентов;
- выплата доходов по ценным бумагам клиентов (дивидендов, процентов);
- сопровождение корпоративных **действий** эмитента в случаях:
 - бонусной эмиссии и выпуска прав;
 - дробления (сплита) и консолидации акций;
 - конвертации ценных бумаг;
 - изменения наименования эмитента;
 - **ликвидации эмитента**;
 - осуществления нрав голоса по акциям;
 - поглощений и слияний;
 - погашения облигаций или выкупа акций самим эмитентом;
 - реинвестирования дивидендов (выплата дивидендов в форме акций) и др.;
- управление налоговыми платежами клиентов, связанными с ценными бумагами:
 - разнообразная профессиональная помощь клиентам в уплате налогов;
 - отслеживание правильности и своевременности их уплаты клиентами и др.;

- оказание всевозможных информационных услуг клиентам, касающихся ценных бумаг, находящихся на счетах депо, например, предоставление информации:
 - об эмитентах и его действиях;
 - о рынках ценных бумаг, включая мировой рынок;
 - об изменениях в порядках учета и отчетности по сделкам с ценными бумагами и т.п.

Основные различия между депозитарной деятельностью и деятельностью по ведению системы реестра. Указанные различия сведены в табл. 5.4.

Таблица 5.4

Различия между депозитарием и регистратором

<i>Показатели</i>	<i>Регистратор</i>	<i>Депозитарий</i>
Вид договора	Договор на ведение реестра ценных бумаг	Депозитарный договор
Вид клиента	Эмитент	Инвестор (участник рынка ценных бумаг как их владелец)
Суть профессиональной деятельности	Учет владельцев ценных бумаг данного эмитента	Учет ценных бумаг, которыми владеет данный инвестор
Вид учетного счета	Лицевой счет	Счет депо
Плательщик услуг	В основном — эмитент	В основном — владельцы ценных бумаг
Хранение сертификатов ценных бумаг	Отсутствует	Оказывает услуги по хранению сертификатов ценных бумаг

Основы взаимодействия депозитариев и регистраторов. Взаимодействие депозитария с регистратором охватывает три главных момента:

- 1) депозитарий в соответствии с клиентскими договорами на депозитарное обслуживание становится на учет у регистраторов в качестве номинального держателя ценных бумаг определенных эмитентов, которые до этого были зарегистрированы на имя клиентов депозитария;
- 2) осуществление перехода прав собственности на ценные бумаги его клиентов без их перерегистрации на лицевых счетах у регистратора (поскольку их там уже нет); перерегистрация теперь осуществляется путем перевода ценных бумаг

по счетам депо в самой депозитарии. В случае массового характера операций с ценными бумагами такая форма перерегистрации прав собственности на них является самой быстрой и дешевой;

- 3) возобновление взаимодействия с регистратором. Оно происходит в случае изменения лицевого счета депозитария у регистратора, которое будет иметь место только в ситуации, если меняется общее количество депонируемых в депозитарии ценных бумаг данного эмитента.

Преимущества депозитарного учета перед учетом ценных бумаг у регистратора. Использование депозитария в качестве номинального держателя ценных бумаг какого-то эмитента позволяет максимально сблизить время и место смены собственника по ценной бумаге с местом совершения сделок с ней. В результате возникают следующие неоспоримые преимущества депозитарного учета:

- отсутствие необходимости физического перемещения ценных бумаг;
- возможность претворения принципа «поставка против платежа»;
- ликвидация «технических» границ для движения капитала на фондовом рынке.

Депозитарные системы появились в целях упрощения процесса перерегистрации ценных бумаг. Прежде ценные бумаги выпускались только в документарной форме, и соответственно, после каждой сделки требовалось выписывать новый сертификат, что было совершенно неразумно в случае спекулятивных сделок на фондовой бирже. Институт депозитариев позволял избежать физического перемещения ценных бумаг между участниками рынка и поэтому не требовал систематического выписывания все новых сертификатов.

Депозитарный учет ценных бумаг имеет еще одно преимущество: он позволяет синхронизировать процесс перемещения ценных бумаг (переучет их на новых владельцев) с перемещением денежных средств между участниками рынка. Такой процесс называется поставкой против платежа. Движение денег от покупателя к продавцу ценной бумаги происходит одновременно с переходом прав собственности на ценную бумагу от продавца к покупателю. В ином случае, когда указанные процессы не синхронизированы, всегда сохраняется риск того, что либо деньги будут получены, а ценные бумаги — нет, либо наоборот.

Наконец, депозитарная форма передачи прав собственности на ценные бумаги оказывается единственно возможной при разви-

том фондовом рынке, когда количество заключаемых сделок достаточно велико. Она позволяет максимально ускорить расчеты и поставки по ценным бумагам на рынке. В противном случае работа фондового рынка ограничивалась бы техническими факторами учета ценных бумаг, и возникали бы помехи для проведения рыночных операций.

Тенденции развития депозитарной деятельности. Мировой опыт показывает, что инфраструктура фондового рынка развивается в направлении полного стирания различий между депозитариями и регистраторами. Причинами данного процесса являются:

- увеличение доли ценных бумаг, выпускаемых в бездокументарной форме;
- компьютеризация учетной деятельности.

Современные возможности компьютерного учета позволяют одновременно вести учет ценных бумаг в разрезе как эмитентов, так и инвесторов, т. е. владельцев ценных бумаг. Это достигается организацией центрального, часто единого для всей страны депозитария, в котором ведется учет всех эмиссионных ценных бумаг страны и всех их владельцев. Такие депозитарии уже созданы во многих европейских странах, а в США депозитарная система вытесняет институт регистраторов.

В России четкое отделение регистраторов от депозитариев, по-видимому, связано с тем, что главная проблема заключается не в развитии фондового рынка и снятии стоящих перед ним преград, а в формировании слоя капиталистов и капиталистической собственности. Из этого и вытекает огромная значимость реестров непосредственных собственников акционерных обществ.

5.9. Деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг

5.9.1. Общие требования к организации торговли

Понятие. *Деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг* — это предоставление услуг, непосредственно способствующих заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами между участниками рынка ценных бумаг.

Участник рынка в общем случае называется организатором торговли, основным видом которой на рынке ценных бумаг является фондовая биржа.

Современная организация торговли на рынке ценных бумаг невозможна без ее совмещения или взаимоувязки с депозитарной и клиринговой видами деятельности.

Организатор торговли получает лицензию сроком на 5 лет. Лицензии выдаются отдельно для организации торговли на небиржевом рынке и для организации торговли в качестве фондовой биржи. В свою очередь, эти лицензии существуют в двух подвидах: для организации рынка государственных ценных бумаг и корпоративных ценных бумаг.

Требования к организатору торговли. Организатор торговли по определению должен иметь пакет документов, позволяющих организовать рынок ценных бумаг. Этот пакет включает:

- правила допуска участников рынка к рынку (к торгам);
- правила допуска ценных бумаг на рынок (к торгам);
- правила заключения и сверки сделок на рынке;
- правила регистрации сделок;
- порядок исполнения сделок;
- правила, позволяющие ограничивать манипулирование ценами на рынке;
- расписание предоставления услуг организатором торговли;
- регламент внесения изменений и дополнений в нормативные документы;
- список ценных бумаг, допущенных к торгам.

Организатор торговли должен предоставлять информацию по каждой заключенной на рынке сделке любому заинтересованному лицу путем дачи сведений о:

- дате и времени заключения сделки;
- наименовании ценной бумаги;
- государственном номере ее регистрации;
- рыночной цене (за единицу);
- количестве проданных (купленных) ценных бумаг по сделке.

5.9.2. Фондовая биржа как организатор рынка

Понятие. В Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» отсутствует юридическое определение фондовой биржи. Имеется лишь указание, что фондовой биржей признается организатор торговли на рынке ценных бумаг, отвечающий требованиям гл. 3 Закона. Кроме того, есть упоминание о том, что фондовая биржа (поскольку она по определению есть организатор торговли) оказывает услуги, непосредственно способствующие совершению сделок с ценными бумагами.

С формальной стороны можно сказать, что фондовая биржа является организатором рынка ценных бумаг, который имеет лицензию фондовой биржи.

Юридическое лицо, осуществляющее деятельность фондовой биржи, т. е. имеющее лицензию фондовой биржи, может совмещать свою деятельность только со следующими видами деятельности на рынке:

- деятельностью валютной биржи;
- деятельностью товарной биржи;
- клиринговой деятельностью (клиринг по операциям с ценными бумагами и инвестиционными паями);
- деятельностью по распространению информации;
- издательской деятельностью;
- сдачей имущества в аренду.

Как следует из указанного перечня, юридическое лицо, имеющее статус фондовой биржи, не может совмещать свою деятельность с депозитарной деятельностью. Это означает, что депозитарное обслуживание фондовой биржи должно осуществлять обязательно другое юридическое лицо (депозитарий) на основе договора между ними (между биржей и депозитарием).

В данном перечне видов рыночной деятельности фондовой биржи отсутствует упоминание, например, о возможности продажи разработанных ею новых рыночных продуктов и технологий торговли. Этот вид деятельности получает все большее распространение в мировой практике.

Разрешается и противоположная ситуация, при которой юридическое лицо, зарегистрированное в качестве валютной или товарной биржи либо клиринговой организации, может получить статус фондовой биржи. При этом в данной организации должно быть создано отдельное структурное подразделение, выполняющее функции фондовой биржи.

С точки зрения такого понимания сущности фондовой биржи получается, что организатор торговли, чтобы называться фондовой биржей, должен соблюсти все ограничения, которые накладывает на него по этому поводу закон. Если же он выходит за пределы этих юридических норм, то он должен взять себе иное название как организатор торговли на рынке ценных бумаг. С точки зрения сущности самого рынка никаких отличий у фондовой биржи нет по сравнению с другими организаторами рынка. В результате если вдруг окажется, что юридические нормы фондовой бир-

жи будут сдерживать развитие рынка, организаторам торговли будет выгоднее не получать статус фондовой биржи.

Историческая роль фондовой биржи состояла в том, что она возникла как самая совершенная форма организации рынка ценных бумаг (прежде всего, акций и облигаций). Имеющееся в нашей стране разделение организаторов рынка на фондовые биржи и других организаторов рынка носит формально-юридический характер.

Организационные формы фондовой биржи. По российскому законодательству фондовая биржа может быть:

- некоммерческим партнерством;
- акционерным обществом.

Фондовая биржа как некоммерческое партнерство — это некоммерческая организация, созданная ее членами с целью организации торговли ценными бумагами по правилам, которые устанавливаются данной организацией. Ее целью как организации является не извлечение прибыли, а создание благоприятных условий для получения прибыли ее членами от торговли ценными бумагами.

Первоначально фондовые биржи существовали только в качестве некоммерческих, т. е. бесприбыльных, организаций. Соответственно, сами они не облагались налогами со стороны государства.

Фондовая биржа как акционерное общество — это коммерческая организация, нацеленная на получение прибыли и рост курсовой стоимости ее акций. Возникновение коммерческих бирж связано с процессом компьютеризации рынка ценных бумаг:

- разработка компьютерных форм организации торговли на рынке ценных бумаг является особым видом коммерческой деятельности. Владелец компьютерной биржи продает доступ на свой компьютерный рынок, что приносит ему постоянную прибыль. Организация биржевой торговли превращается в самостоятельный вид коммерческой деятельности, обособленной от коммерции на самом рынке ценных бумаг.
- традиционные фондовые биржи как некоммерческие организации начинают испытывать недостаток в финансовых ресурсах для совершенствования своих систем торговли. Единственный путь решения этой проблемы — превращение их в акционерные общества, получение необходимого капитала для дальнейшего развития, но одновременно и взятие на себя обязательств по получению прибыли и вы плате дивидендов по своим акциям.

По закону одному акционеру (члену) биржи не может принадлежать 20% и более ее акций (или голосов на собрании в случае

членства). Данное ограничение не имеет силы, если акционером (членом) биржи является другая фондовая биржа.

Фондовая биржа в форме некоммерческого партнерства может быть преобразована в акционерное общество по решению ее членов.

Участники фондовой биржи. Участники фондовой биржи различаются в зависимости от ее организационной формы.

Если биржа есть некоммерческое партнерство, то участниками могут быть только ее члены — те лица, которые ее создали.

Если биржа является акционерным обществом, то происходит процесс разделения ее членов на акционеров и участников, т. е. тех, кто получает право торговать на данной бирже. Акционером биржи может быть любой участник рынка ценных бумаг. Участниками акционерной биржи могут быть только профессиональные торговцы: брокеры, дилеры и управляющие (ценными бумагами). Порядок допуска к торгам на бирже тех или иных конкретных участников устанавливается биржей.

Все остальные участники рынка ценных бумаг могут совершать свои операции на фондовой бирже исключительно через участников данной биржи. Прямой доступ инвесторов к биржевому рынку по российскому законодательству пока невозможен даже в условиях компьютеризированного рынка.

Основные требования к деятельности фондовой биржи. Эти требования полностью соответствуют требованиям, предъявляемым ко всем организаторам торговли на рынке ценных бумаг. Отличительными особенностями этих требований являются:

- правила допуска ценных бумаг к торгам разделяются на две группы: на правила листинга/делистинга ценных бумаг и правила допуска ценных бумаг без прохождения процедуры листинга (о процедуре листинга будет сказано в гл. 6);
- фондовая биржа может утверждать спецификации сделок, исполнение обязательств по которым зависит от изменения цен на ценные бумаги или от изменения фондовых индексов. Такие сделки в мировой практике называются фьючерсными и опционными контрактами (подробнее об этом можно узнать в специальной литературе);
- фондовая биржа должна обеспечивать гласность и публичность проводимых ею торгов: указывать место и время их проведения, сообщать котировку ценных бумаг, результаты торгов и т.п. Особая значимость данной нормы состоит в том, что она может трактоваться двояко: либо за фондовой биржей закрепляется лишь публичная форма организации тор-

говли ценными бумагами, либо к торгам не относится заключение сделок с ценными бумагами в электронном виде.

Доходы и расходы фондовой биржи. Биржа самостоятельно устанавливает размеры и порядок взимания своих доходов и направления их использования.

Основными видами доходов фондовой биржи являются:

- взносы ее участников (если биржа существует в форме некоммерческого партнерства);
- плата за листинг;
- плата за всевозможные услуги биржи, прежде всего, биржевые сборы по заключенным сделкам;
- поступления от продажи биржевой информации;
- доходы от аренды помещений и оборудования;
- доходы от продажи биржевых технологий и т.п.;
- поступления за использование фондовых индексов данной биржи в качестве рыночных активов;
- штрафы и т.п.

Ведущими расходными статьями фондовой биржи, как и любой рыночной организации, являются:

- текущие издержки — оплата труда наемного персонала, административные расходы и другие эксплуатационные расходы;
- амортизационные отчисления;
- арендные платежи за помещения и оборудование;
- капитальные затраты, связанные с внедрением новых систем торговли: закупка оборудования, создание программного обеспечения, затраты на коммуникационные системы и т.д.

5.9.3. Электронные торговые системы

История вопроса. В последние 10—20 лет развитие фондового рынка происходит в направлении развития электронных форм организации торговли. Традиционная форма торговли ценными бумагами представляет собой публичную торговлю, при которой цена является результатом непосредственного («присутственного») взаимодействия участников рынка.

Развитие компьютеризации позволило заменить физическое взаимодействие торговцев ценными бумагами на их взаимодействие посредством электронных связей, сходящихся в едином компьютерном центре, в котором и происходит сам процесс заключения сделок по определенным рыночным правилам.

Новые фондовые биржи во всех странах с самого начала создаются как электронные биржи, в которых профессиональные тор-

говцы взаимодействуют посредством связывающих их электронных сетей.

В целом развитие электронных форм торговли на рынке ценных бумаг развивается по двум противоположным направлениям:

- эволюция биржевых организаторов рынка от публичных бирж к электронным биржам;
- эволюция профессиональных участников небиржевого рынка в сторону создания организованного электронного рынка.

Компьютеризация биржевой торговли. Первое направление связано с преобразованием публичных бирж в электронные биржи. Это характеризуется следующими логическими (и историческими) этапами:

1-й этап — *создание электронной биржи как совокупности ее членов*, которые связаны между собой электронными сетями, а со своими клиентами — в обычном порядке (лично, через телефон, факс и т.п.);

2-й этап — *члены электронной биржи устанавливают системы электронной связи со своими клиентами*. Последние при наличии компьютеров и специальных программ могут передавать свои приказы брокерам для их исполнения на бирже;

3-й этап — *клиенты членов биржи получают прямой доступ к торговле на бирже*, но при сохранении контроля за их действиями со стороны члена биржи. Юридически на такого рода электронной бирже купля-продажа ценных бумаг по-прежнему совершается сначала между участниками биржи с последующим учетом операций по счетам клиентов, однако брокер в этом случае уже не дублирует приказ клиента, который непосредственно поступает в торговую систему для выполнения, хотя и в форме приказа брокера. Отсюда и возникает видимость того, что торгуют сами клиенты. Иначе выражаясь, можно сказать, что приказы клиентов выполняются на бирже, но учет всех связанных с ними операций осуществляется только при посредничестве участника биржи (за что последний, естественно, получает свое вознаграждение). При такой организации электронной торговли член биржи получает доходы не от собственных операций с ценными бумагами (т. е. не от спекулятивных операций), а исключительно от своих клиентов, не продавая и не покупая ценные бумаги самостоятельно. Физическое обслуживание клиентов в данном случае заменяется не просто на их электронное обслуживание брокером, а на **электронное самообслуживание клиентов**.

Компьютеризация внебиржевой торговли. Компьютеризация позволяет изменять процесс заключения сделок не только на бирже-

вом рынке, но и на его внебиржевом аналоге. Профессиональные участники рынка ценных бумаг, совершающие между собой сделки с ценными бумагами, которые обращаются на внебиржевом рынке, также переходят на электронную основу. Данный процесс имеет следующие этапы:

1-й этап — *индивидуальные электронные сети*. Это установление электронных связей между профессиональными торговцами. Они получают возможность связываться между собой посредством электронных сетей, но при этом порядок заключения сделок между ними остается прежним;

2-й этап — *локальные электронные сети*. Это организация таких электронных сетей, которые связывают ту или иную группу профессиональных посредников в единую сеть с центральным процессором. В таких сетях профессиональные посредники получают возможность заключать сделки между собой с организацией всего процесса купли-продажи ценной бумаги на электронной основе;

3-й этап — *национальные (и международные) электронные сети*. Это объединение электронных сетей внебиржевого рынка между собой и с выходом в сети электронных бирж. Суть состоит в том, что в рамках локальной электронной сети торговец не может выполнить абсолютно все имеющиеся у него клиентские приказы, а потому для их исполнения он должен выходить в другие локальные сети, но если заявка клиента не может быть удовлетворена и там, он имеет возможность выйти на биржевой рынок, включая и его еще существующую публичную часть. Фактически данный этап означает сращивание биржевого и внебиржевого электронного рынков ценных бумаг, с одной стороны, и сращивание электронного и публичного рынков — с другой.

Электронная торговля без посредников. Представленные выше направления компьютеризации рынка ценных бумаг рассмотрены под углом зрения только профессиональных торговцев рынка, а не его клиентов. С их позиций развитие электронных форм торговли может происходить в двух направлениях:

- с участием профессиональных торговцев;
- без участия профессиональных торговцев.

Первое направление преобладает в настоящее время по ряду причин. Среди них можно выделить следующие:

- не все рядовые участники рынка могут (готовы) самостоятельно работать на рынке;
- не во всех случаях вопросы гарантирования их обязательств на рынке могут решаться без участия профессионального участника;

- сами профессиональные торговцы не заинтересованы потерять свое место на рынке.

Развитие второго направления технически предрешено самой электронной формой организации процесса торговли. Любой участник рынка посредством электронных сетей может подать на единый электронный рынок свою заявку на покупку или продажу ценной бумаги на собственных условиях, и она будет автоматически выполнена, когда ее условия совпадут с условиями, имеющимися на рынке. «Профессиональным посредником» в данном случае становится сам электронный рынок, а не профессиональный торговец в лице брокера или дилера рынка ценных бумаг.

Задания для самостоятельной работы

1. Составьте перечень профессиональных видов деятельности на рынке ценных бумаг с указанием содержания этой деятельности.
2. Сравните виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг с видами деятельности на других финансовых рынках.
3. Сопоставьте размеры собственного капитала по видам профессиональной деятельности и сделайте выводы об их сравнительной значимости на рынке.
4. Составьте примерный вариант договора на брокерское обслуживание с клиентом.
5. Разработайте примерную структуру вашей брокерской компании.
6. Составьте таблицу достоинств и недостатков основных видов приказов на рынке ценных бумаг.
7. Обоснуйте способ оплаты услуг доверительного управляющего вашими ценными бумагами.
8. Определите, какие виды (группы) доходов современной фондовой биржи являются приоритетными и почему.
9. Составьте схемы работы электронной биржи с участием и без участия профессиональных торговцев.

Глава 6. ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

6.1. Общее представление о вторичном рынке и обращении ценных бумаг

Понятие. *Вторичный рынок ценных бумаг* обычно определяется как совокупность отношений по поводу отчуждения ценных бумаг между участниками рынка, возникающих после процесса их выпуска (размещения).

В юридическом смысле вторичный рынок представляет собой бесконечную череду переходов прав собственности на ранее размещенные (эмитированные) ценные бумаги, или их отчуждения.

Основу отношений на вторичном рынке составляют отношения между владельцами ценных бумаг (инвесторами). Однако на вторичном рынке могут иметь место и отношения между инвесторами и эмитентами. Такие отношения составляют суть отношений первичного рынка, на котором ценная бумага выпускается в обращение. На вторичном рынке отношения между эмитентом и инвестором представляют собой отношения по поводу прекращения существования ценной бумаги, поскольку исходное эмиссионное отношение перестает существовать. На практике такого рода отношения возникают в двух случаях:

- 1) при окончательном изъятии ценной бумаги из обращения. В этом случае имеет место процесс погашения ценной бумаги ее эмитентом. Такое возможно, например, когда истек срок существования облигации; когда по условиям эмиссии эмитент обязан выкупить ее досрочно по требованию инвестора; когда эмитент обязан выкупить часть своих акций на рынке при уменьшении уставного капитала акционерного общества;
- 2) при временном изъятии ценной бумаги из обращения. Временный выкуп эмитентом акций у акционеров возникает в случаях, предусмотренных законом. Но акции сразу не погашаются. В течение года эмитент может снова продать эти ранее выкупленные акции, а если это ему не удастся, он обязан их погасить (т. е. изъять из обращения **окончательно**) и

на величину номинальной их стоимости уменьшить свой уставный капитал.

Из этого следует, что *вторичный рынок ценных бумаг* есть не только рынок их обращения, но и рынок их изъятия в форме временного изъятия из обращения или полного погашения. Процесс погашения ценных бумаг постоянно присутствует на вторичном рынке в тех случаях, когда ценная бумага прекращает свой жизненный цикл. Однако основу данного рынка составляет, естественно, сам процесс их обращения.

Следовательно, более правильно, когда проводится различие между обращением ценной бумаги и ее вторичным рынком:

- **обращение ценных бумаг** — это единство процессов отчуждения и присвоения ценных бумаг между инвесторами;
- **выбытие ценных бумаг из обращения** — это прекращение (окончательное или временное) ссудных (долговых) отношений между эмитентами и инвесторами. Выбытие отличается от обращения тем, что при обращении ценная бумага отчуждается от одного владельца и переходит в собственность другого владельца, а при выбытии ценная бумага отчуждается от ее владельца, но не переходит в собственность ее эмитента, а перестает существовать в качестве ценной бумаги (временное до ее новой продажи инвестору — изъятие или окончательно в случае ее погашения — гашение);
- **вторичный рынок** — это совокупность отношений по поводу обращения ценных бумаг и их выбытия из обращения. Вторичный рынок охватывает сразу две стадии кругооборота ценной бумаги: стадию обращения и стадию выбытия как единство гашения и изъятия ценной бумаги. Неразрывность указанных стадий аналогична неразрывности первичного и вторичного рынков, поскольку на этих рынках чаще всего имеет место обмен ценной бумаги на деньги, и потому эти рынки предстают как единый рынок ценной бумаги.

Кругооборот ценных бумаг и место на нем вторичного рынка в целом, а также стадий обращения и гашения представлены на рис. 6.1.

Взаимосвязь вторичного и первичного рынков ценных бумаг. Данные рынки неразрывно взаимосвязаны уже потому, что представляют собой единое целое — рынок ценных бумаг. Любая ценная бумага, прежде чем стать предметом купли-продажи между инвесторами, должна быть выпущена ее эмитентом, т. е. пройти процедуры первичного рынка. Но это не означает, что вторичный рынок обособлен от первичного и не оказывает на него никакого влияния. Эти рынки находятся в непрерывном процессе взаимо-

КРУГООБОРОТ ЦЕННЫХ БУМАГ

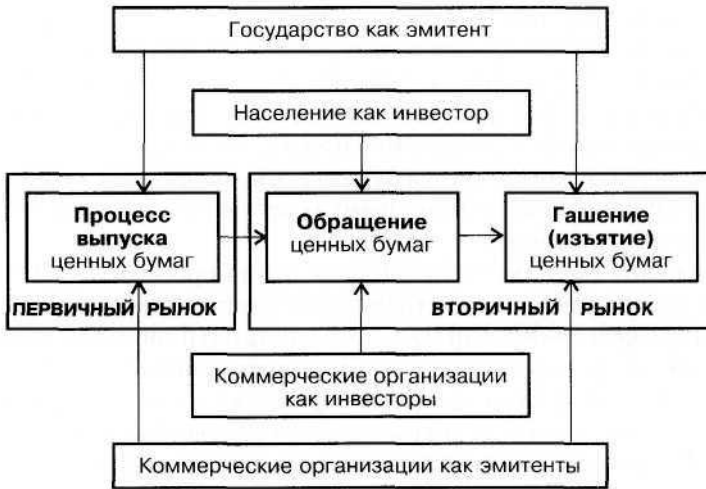


Рис. 6.1. Место обращения и вторичного рынка в процессе кругооборота ценных бумаг

действия, взаимовлияния и взаимопроникновения, т. е. в ряде случаев внешние различия между ними настолько стираются, что без глубокого анализа невозможно сказать, какое рыночное отношение или какой рынок имеет место в соответствующей рыночной операции.

Взаимосвязь вторичного и первичного рынков может быть прослежена по следующим основным направлениям:

- размеры и структура вторичного рынка зависят от размеров и структуры первичного рынка. Первичный рынок обеспечивает вторичный рынок все новыми ценными бумагами в объемах их эмиссий. Вторичный рынок возрастает не только за счет первичного рынка, но и путем самовозрастания за счет роста рыночных цен на акции;
- высокий уровень цен на вторичном рынке позволяет осуществлять новые эмиссии по ценам, превосходящим номинальную стоимость выпуска ценных бумаг;
- размещение новых выпусков конкретных ценных бумаг эмитентами происходит тем успешнее, чем больше развит их вторичный рынок, т. е. чем активнее происходит торговля соответствующими ценными бумагами или ценными бумагами соответствующего эмитента;

- текущая конъюнктура рынка ценных бумаг оказывает сильнейшее влияние на размеры и условия размещения первичных и дополнительных выпусков любых видов ценных бумаг и любых их эмитентов;
- на вторичном рынке складывается не только цена обращающихся на нем конкретных ценных бумаг, но и рыночная цена акционерных обществ (и в какой-то мере других коммерческих организаций), как цена, существенно превышающая сумму цен выпущенных им акций.

Виды вторичных рынков. Каждая ценная бумага или группы однородных ценных бумаг имеют свой собственный вторичный рынок. Наиболее развитыми в мире видами вторичного рынка являются:

- фондовый рынок;
- рынок государственных бумаг;
- вексельный рынок;
- рынок ипотечных бумаг.

Фондовый рынок — это рынок акций (преимущественно), облигаций и вторичных от них ценных бумаг. Он является самым развитым вторичным рынком ценных бумаг, имеет относительно обособленные рыночную инфраструктуру и законодательство.

Рынок государственных ценных бумаг всегда обособлен от рынка корпоративных ценных бумаг и по своей «площадке», и по участникам, и по законодательству. Наданным рынком всегда «верховодит» непосредственно государство, а не, например, фондовая биржа или другие профессиональные участники рынка.

Вексельный рынок в части их обращения есть рынок купли-продажи векселей, как правило, коммерческими банками (кредитными учреждениями), а потому он является банковским рынком векселей. Вексельное законодательство носит международный характер в отличие от законодательства по остальным видам ценных бумаг, поэтому данный рынок существует обособленно от рынков других ценных бумаг.

Рынок ипотечных ценных бумаг в нашей стране пока практически отсутствует, но, как и вексельный рынок, обычно он в значительной степени функционирует по своим специфическим законодательным нормам и не является биржевым рынком.

Способы отчуждения ценных бумаг. Отчуждение ценной бумаги есть процесс смены ее собственника (владельца). Данный процесс осуществляется в разнообразных юридических формах, основными из которых являются:

- купля-продажа;
- мена (обмен, конвертация);

- дарение;
- наследование;
- конфискация и др.

Купля-продажа ценной бумаги — это основной способ ее перехода от одного владельца к другому, так как в этом случае имеет место настоящее рыночное отношение между продавцом и покупателем — отношение равенства, или обмен эквивалентов. Мена есть тоже форма рыночного обмена, но поскольку в ней отсутствует обмен на деньги, постольку сфера ее распространения достаточно узкая (товарно-денежное отношение является результатом развития простого менового отношения товара на товар).

Следовательно, основу обращения ценных бумаг на вторичном рынке составляют сделки по их купле-продаже на биржевом или внебиржевом рынке. Биржевой рынок ценных бумаг охватывает фондовые биржи (см. гл. 5), а также биржи, на которых ведется торговля фьючерсными контрактами. Внебиржевой рынок — это рынок, организованный на основе компьютерных сетей торговли ценными бумагами.

Отчуждение ценных бумаг на рынке обычно имеет форму двусторонних сделок или осуществляется путем заключения договоров между участниками рынка. Договор в данном случае есть взаимное соглашение сторон, связанное с возникновением, прекращением или изменением имущественных прав относительно самой ценной бумаги, а не относительно имущественных прав, носителем которых становится ценная бумага. Предметом такого договора является ценная бумага как таковая, а не ее имущественные права.

Основные виды договоров с ценными бумагами. В зависимости от срока исполнения договоры с ценными бумагами могут быть:

- **кассовыми** — договоры с немедленным исполнением (обычно в срок до двух дней);
- **срочными** — договоры с исполнением через определенный срок в будущем;
- **комбинированными** — пролонгационные договоры, представляющие собой сочетание двух противоположных договоров — кассового и срочного, но на один и тот же рыночный актив (ценную бумагу).

Кассовые договоры (кассовые сделки) в свою очередь подразделяются на:

- сделки за счет собственных средств клиента (инвестора) или с принадлежащими ему ценными бумагами;
- **маржинальные сделки (сделки с маржей)** — это сделки с собственными и заемными активами, т. е. покупка ценных бу-

маг за счет собственных средств клиента и заемных средств или одновременная продажа ценных бумаг собственных и взятых в долг.

Срочные договоры с ценными бумагами подразделяются на:

- форвардные;
- опционные;
- фьючерсные;
- своповые.

Форвардный контракт (договор) — это договор купли-продажи ценной бумаги через определенный срок в будущем, все условия которого являются предметом соглашения его сторон. В отличие от обычных кассовых договоров ценная бумага передается ее новому владельцу не при заключении договора (или в ближайшее время после его заключения), а лишь через промежуток времени, установленный условиями самого договора.

Опционный контракт — это договор, в соответствии с которым одна из его сторон получает право выбора: купить (или продать) ценную бумагу по установленной цене через определенный срок в будущем или отказаться от покупки (продажи) с уплатой за это право выбора другой стороне договора при его заключении определенной суммы денег, называемой премией. В соответствии с опционом на покупку, или опционом «колл», покупатель колла получает право купить ценную бумагу у продавца колла, например, через 3 месяца по цене исполнения опциона или не покупать ее вообще, если это окажется ему невыгодно.

В соответствии с опционом на продажу, или опционом «пут», покупатель пута получает право продать ценную бумагу продавцу пута, например, через 3 месяца по цене исполнения опциона или не продавать ее вообще, если это окажется ему невыгодно.

Опционы могут исполняться на установленную дату в будущем или в течение всего срока своего действия на любую дату.

Фьючерсный контракт — это стандартный биржевой договор купли-продажи ценной бумаги через определенный срок в будущем по цене, согласованной сторонами сделки в момент ее заключения. В отличие от форвардного контракта фьючерсный контракт заключается только в ходе биржевой торговли и является полностью стандартизированным, т. е. стороны фьючерсного контракта договариваются лишь о его цене, а все остальные его условия остаются неизменными от сделки к сделке. Фьючерсные контракты на ценные бумаги заключаются не непосредственно на фондовом рынке, а на его фьючерсном сегменте. Поскольку по фьючерсным контрактам в основном выплачивается разница в ценах, постоль-

ку данного рода сделки не имеют прямого отношения к обращению (перемещению) ценных бумаг.

Своп-контракт — это внебиржевое соглашение, в котором продавец и покупатель ценной бумаги обязуются выплачивать друг другу только разницу между ценой бумаги, фиксированной в договоре, и ее рыночной ценой на установленный момент (моменты) расчетов в будущем. Поскольку по своп-контрактам, как и по фьючерсным контрактам, выплачивается только разница в ценах, а никакого перемещения ценных бумаг от одних участников рынка к другим не происходит, постольку данного рода сделки тоже не имеют прямого отношения к действительному обращению (перемещению) ценных бумаг.

В совокупности рынок фьючерсных контрактов и своп-контрактов на ценные бумаги представляет собой рынок мнимого обращения ценных бумаг.

Комбинированные, или пролонгационные, договоры называются в практике сделками репо. Сделка репорт состоит в продаже ценной бумаги на условиях кассовой сделки и одновременно ее покупке по форвардному контракту через необходимый срок в будущем. Сделка депорт состоит в покупке ценной бумаги на условиях кассовой сделки и одновременно ее продаже по форвардному контракту через определенный срок в будущем. (Подробнее эти сделки будут рассмотрены далее.)

6.2. Этапы рыночного договорного процесса

Понятие. Рыночный договорной процесс — это совокупность отношений, имеющих место на вторичном рынке ценных бумаг по поводу заключаемых на нем договоров.

Заключение договоров на рынке ценных бумаг имеет важные особенности по сравнению, например, с товарным рынком. Они проистекают из двух моментов:

- огромного количества заключаемых договоров с ценными бумагами;
- нематериальной сущности самой ценной бумаги.

Невероятное количество заключаемых на фондовом рынке сделок требует, а нематериальный характер ценной бумаги позволяет использовать новые способы обеспечения бесперебойности и надежности торговли ценными бумагами с позиций организации и управления всем договорным процессом на рынке.

Специфика договорного процесса на рынке ценных бумаг состоит в том, что заключаемые на рынке договоры обрабатываются

не обособленно друг от друга, не как обычные договоры, а как обязательства, привязанные к конкретному профессиональному участнику рынка и через него — к конкретному клиенту (инвестору) (в электронных системах торговли профессионального посредника может и не быть).

Рыночный договорной процесс основывается на этапах любой рыночной сделки (см. гл. 5), но выходит за пределы одной сделки и охватывает всю совокупность сделок, совершенных участником рынка за определенный отрезок времени (обычно за торговый день).

В самом общем виде рыночный договорной процесс изображен на рис. 6.2.

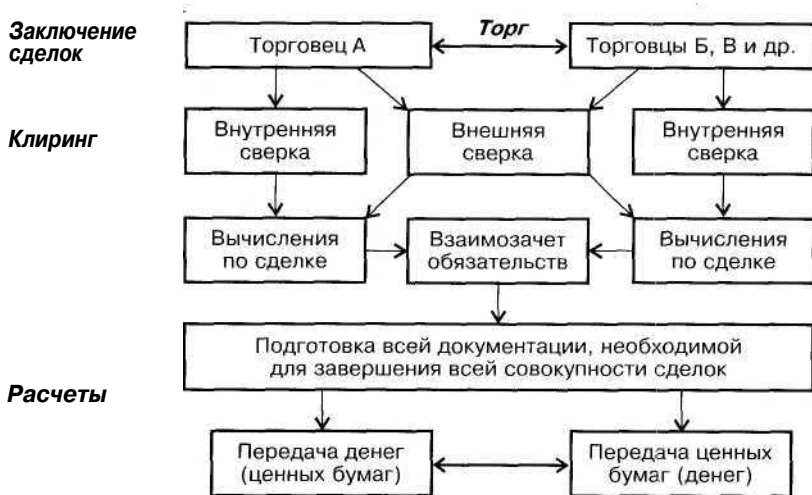


Рис.6.2. Этапы рыночного договорного процесса

Этапы рыночного договорного процесса. Весь рыночный процесс обращения ценных бумаг условно разбивается на следующие основные этапы:

- 1) предварительное согласование условий сделки (по виду ценной бумаги, ее количеству, источникам оплаты, срокам исполнения и др.);
- 2) заключение сделки на бирже или на внебиржевом рынке;
- 3) клиринг:
 - сверка параметров сделки;

- осуществление взаимозачетов по денежным средствам и ценным бумагам;
 - подготовка всей бухгалтерской документации, включая поручения депозитарию на переводы ценных бумаг по счетам депо и поручения банкам по списанию денежных средств с расчетных счетов сторон сделки и т.п.;
- 4) расчеты: перевод ценных бумаг от продавца к покупателю и перечисление денежных средств в обратном порядке;
 - 5) контроль позиций по ценным бумагам и денежным средствам участников сделки.

Предварительное согласование. Данный этап включает выработку инвестором своей цели и согласование с брокером условий выхода на рынок. Устанавливаются вид и количество ценной бумаги, которую инвестор желает продать или купить; заключается договор с брокером на осуществление сделки; оговариваются предварительные условия, на которых инвестор желает или может осуществить задуманную им цель в отношении ценной бумаги.

Заключение сделки. Следующим этапом сделки является заключение договора купли-продажи ценной бумаги на заранее согласованных условиях, т. е. прежде всего в определенном количестве и по определенной рыночной цене.

Заключенные сделки с ценными бумагами различаются по:

- месту заключения — биржевые или внебиржевые;
- способу заключения — устная, письменная или электронная формы;
- порядку заключения.

Ценные бумаги продаются и **покупаются** обычно через профессиональных торговых посредников фондового рынка. Последние могут заключать сделки между собой либо на биржевом, либо на внебиржевом фондовом рынке.

Способ заключения договоров купли-продажи на биржевом и внебиржевом рынках имеет различия. На биржевом рынке, т.е. на публичных фондовых биржах, сделки заключаются между участниками биржевых торгов в устной форме с одновременной личной фиксацией и в последующем фиксируются в центральном компьютере биржи.

На внебиржевом рынке могут использоваться разные способы заключения сделок: устно по телефону с записью переговоров на магнитную ленту, по факсу или телексу, по электронным сетям.

На современном фондовом рынке сделки редко заключаются путем оформления обеими сторонами сделки двустороннего письменного документа. Это обычно имеет место на первичном рынке, когда распространяются новые ценные бумаги по подписке.

Итогом заключения сделки является ее фиксация каждым из участников сделки в своих внутренних учетных документах и у организатора торговли.

День заключения договора купли-продажи ценной бумаги на рынке обозначается буквой «Т» (от англ. *trade* — сделка). Следующие этапы рыночного процесса обращения происходят в свои дни, которые удобно соотносить с днем «Т». Например, если все этапы рыночного процесса завершились на третий рабочий день после заключения договора, то это записывается как день «Т + 3». Собственность на купленные ценные бумаги переходит к новому владельцу в обычных (неэлектронных) торговых системах не в день заключения сделки купли-продажи, а позже. Так, в нашем примере — в момент ее исполнения через 3 дня. На протяжении всех последующих этапов рыночного процесса владельцем проданных ценных бумаг остается продавец, так как он еще не получил причитающуюся ему оплату. Три дня в нашем примере — это время, которое по правилам занимает весь цикл до завершения сделки. Оно обычно называется *расчетным периодом*. На каждом фондовом рынке (фондовой бирже или в электронной системе торговли) расчетный период твердо фиксирован, хотя и может различаться в зависимости от типа ценной бумаги или принятой системы расчетов.

После заключения сделки в пределах установленного расчетного периода профессиональные торговые посредники должны получить от своих клиентов, с одной стороны, денежные средства для оплаты купленных акций или облигаций, а с другой — проданные ценные документы или документы, заменяющие их (сертификаты или свидетельства).

Клиринг. Заключенная сделка проверяется на ее соответствие приказу клиента. В более широком плане проблема состоит в том, что профессиональный посредник заключает сразу много сделок для многих своих клиентов. С одной стороны, он должен иметь время урегулировать все случайные расхождения в толковании сделки со своим клиентом. С другой — ему необходимо время, чтобы урегулировать возможные расхождения по заключенным им сделкам с другими брокерами и дилерами. Какие-то технические ошибки всегда возможны и вероятны по субъективным причинам как при публичной, так и при электронной формах торговли.

Сверка всех параметров заключенных сделок между профессиональными торговцами производится с помощью систем клиринга, в которые поступают все сведения о заключенных на данном рынке сделках. После урегулирования сторонами всех расхождений по заключенным сделкам сведения о них поступают на следу-

ющий этап клиринга для проведения необходимых расчетных операций.

Международные стандарты рекомендуют всем национальным фондовым рынкам строить свою работу так, чтобы сверка, в какой бы форме она ни осуществлялась, завершалась не позднее дня «Т+ 1».

Основной этап клиринга — это определение взаимных обязательств участников фондовой торговли. Клиринг не включает непосредственно переводы денежных средств и передачу ценных бумаг, а лишь предшествует им.

После сверки осуществляются следующие основные процедуры:

- проверка документов на их подлинность и правильность оформления;
- вычисления по уплачиваемым денежным суммам и количествам ценных бумаг, которые должны быть поставлены. Кроме того, заключение сделки может потребовать уплаты налогов государству, биржевых и прочих сборов;
- проведение взаимозачета встречных противоположных требований, которые возникли по разным сделкам между разными торговцами в течение данного торгового дня;
- подготовка необходимых бухгалтерских документов, которые направляются на исполнение в денежную расчетную систему и систему, обеспечивающую поставку ценных бумаг. Исполнение этих расчетных документов и будет завершением (исполнением) всей совокупности сделок по каждому участнику рынка.

Взаимозачет встречных требований имеет целью снижение количества платежей и поставок ценных бумаг по сделкам, заключаемым членами той или иной биржи. Оборот фондовых бирж может составлять десятки тысяч сделок в день, в результате которых миллионы ценных бумаг продаются и покупаются. Исполнение каждой сделки привело бы к такому росту документооборота и временных затрат, что это сделало бы невозможным самое торговлю ценными бумагами.

Взаимозачет позволяет снизить общие затраты участников рынка, связанные с рыночным процессом заключения и осуществления сделок с ценными бумагами по сравнению с комиссионными расходами на раздельное осуществление платежей и поставок по каждой конкретной сделке.

Клиринг завершается *подготовкой* соответствующей *бухгалтерской и расчетной документации*, на основе которой должны будут

осуществляться переводы денег по расчетным счетам и переводы ценных бумаг по счетам депо участников рынка.

Расчеты, или поставка, или исполнение сделки. Все это есть разные названия завершающего этапа рыночного процесса осуществления сделки. Завершение сделки предполагает денежный платеж в обмен на поставку ценных бумаг. Платеж в рамках системы денежных расчетов, а также поставка ценных бумаг осуществляются с помощью депозитарной системы рынка ценных бумаг.

Различия в данных понятиях коренятся в следующем. Понятие «поставка» означает, что в результате сделки обязательно имеет место перемещение ценных бумаг или прав собственности на них от продавца к покупателю (в обмен на деньги). Понятие «расчеты» означает и поставку, и возможность урегулирования всех обязательств по сделке путем выплаты разниц в ценах без процесса поставки ценных бумаг. Понятие «исполнение» означает, что стороны договора выполняют свои обязательства по сделке, но не говорит о том, к чему сводятся эти обязательства, — к поставке и уплате денег или только к выплате разницы в ценах.

На фондовом рынке исполнение сделки всегда означает поставку ценной бумаги. Однако на практике результатом спекулятивной деятельности с ценными бумагами за короткий промежуток времени, например задень, как правило (в итоге), является либо получение трейдером спекулятивной прибыли, либо выплата убытка другим участникам рынка. Никакой реальной поставки ценных бумаг у такого рода спекулянтов фондового рынка обычно не бывает.

Поставка ценных бумаг может осуществляться двумя способами:

- 1) на фиксированный день от даты заключения сделки, или по правилу дня «Т»;
- 2) поставкой против платежа.

Правило фиксированного дня. По правилу фиксированного дня поставка по сделке, заключенной в день «Т», должна состояться, например, в день «Т + 5». В небиржевой сделке день поставки устанавливается в самом договоре купли-продажи ценной бумаги или в брокерском договоре. На биржевом фондовом рынке день поставки является стандартным, т. е. единым для всех сделок, заключаемых на бирже.

На мировом фондовом рынке использовались два способа установления срока поставки между датой заключения сделки и датой ее исполнения. Первый способ состоял в том, что устанавливался определенный период времени, в течение которого как бы накапливались сделки, подлежащие исполнению одновременно в

какую-то дату, наступавшую через определенное количество дней после окончания этого периода. (Данный метод применялся на Лондонской фондовой бирже.) Он позволял совершать спекулятивные операции в пределах не только одного дня, но и указанного периода времени.

Второй способ применяется на **большинстве** бирж и в системах электронной торговли. В данном способе период от заключения сделки до ее исполнения сокращен до одного дня. Сделки, заключенные в течение одного рабочего дня, будут исполняться одновременно в некоторую дату, наступающую через фиксированное количество рабочих дней. К примеру, сделки по купле-продаже акций, заключенные в понедельник, будут исполнены в следующий понедельник, т. е. через 5 рабочих дней, или на день «Т + 5». Сделки, заключенные во вторник, будут исполнены уже в следующий вторник, и т. д. Данный способ рекомендован международными правилами и стандартами для использования на всех современных фондовых рынках.

Наличие разрыва между датой заключения сделки и датой ее исполнения означает возникновение кредитного риска у ее участников. Покупатель, ставший неплатежеспособным к моменту ее исполнения, не исполнит своих обязательств, и ценные бумаги не будут выкуплены им. Поэтому теоретически поставку по сделке нужно было бы осуществлять в день ее заключения. Однако сложность и трудоемкость процедур сверки и клиринга делают все это трудновыполнимым на публичном рынке. Так, на наиболее передовом американском фондовом рынке сделки с ценными бумагами с «немедленным» исполнением (или кассовые сделки, сделки «spot») исполняются в основном по правилу «Т + 5».

Электронная техника и электронная форма существования самих ценных бумаг позволяют сократить прохождение всех этапов сделки до кратчайших сроков. На современных электронных биржах весь рыночный процесс по сделке достигает одного дня, а заключение сделки и ее исполнение осуществляются один и тот же день.

«Поставка против платежа». Это есть способ поставки по сделке, в соответствии с которым синхронизируются два параллельных процесса, составляющих этап исполнения, — денежный платеж от покупателя к продавцу и передача ценных бумаг от продавца к покупателю.

Теоретически при поставке возможны три варианта развития событий:

- **покупатель** становится владельцем ценных бумаг раньше, чем их продавец получает деньги;

- » продавец получает деньги раньше, чем покупатель вступает во владение ценными бумагами;
- покупатель становится собственником ценных бумаг одновременно с получением денег их продавцом.

В двух первых вариантах то одна, то другая из сторон по сделке оказывается в невыгодном положении, так как несет кредитный риск неисполнения другой стороной ее обязательств, хотя сама она свои обязательства уже выполнила. Например, сторона, первая получившая то, что ей причитается по сделке, не сможет или не захочет исполнить свои собственные обязательства. В этом случае вторая сторона понесет убытки.

Третий вариант означает одновременное выполнение обязательств обеими сторонами и может обезопасить их от рисков, связанных с возможной неплатежеспособностью или недобросовестностью контрагента. Поэтому данный вариант и именуется «Поставка против платежа» или принцип «ППП» (англ. *Delivery Versus Payment— DVP*).

Сама по себе поставка ценных бумаг в зависимости от того, в какой форме существует ценная бумага и как она учитывается, производится либо:

- путем уничтожения сертификата ценных бумаг, имеющегося у продавца, и выписывания (выдачи) нового сертификата на них покупателю;
- путем перевода этих ценных бумаг по счетам депо (в депозитории) или лицевым счетам (у регистратора) со счета продавца на счет покупателя.

Обычно поставка ценных бумаг по сделкам, совершаемым профессиональными торговыми посредниками на фондовом рынке, исполняется только путем перевода ценных бумаг по счетам депо в расчетных депозитариях, в какой бы форме ни существовали акции или облигации (кроме случая облигаций на предъявителя).

Современная фондовая биржа (публичная или электронная) действует в теснейшем сотрудничестве и неразрывном единстве с депозитарием и клиринговой организацией.

Контроль позиции — это заключительный этап рыночного процесса. После исполнения поручений на перевод ценных бумаг и денежных средств участники торговли получают отчетные документы в установленной форме — выписки со счетов депо о произведенных переводах и выписки с расчетных счетов. Эти документы проверяются на их соответствие поставленным целям, и если последние достигнуты, то рыночный процесс считается завершенным.

6.3. Ранжирование ценных бумаг на рынке

6.3.1. Листинг акций

Понятие. Ценные бумаги, обращающиеся на вторичном рынке, находятся в процессе постоянного их ранжирования, или упорядочения, по их значимости, надежности и иным важным рыночным характеристикам, имеющим значение для участников рынка.

Ранжирование ценных бумаг — это существующий на рынке процесс упорядочивания ценных бумаг по тем или иным их рыночным характеристикам, прежде всего, по уровню их рискованности и доходности.

На современном рынке существуют два способа ранжирования ценных бумаг в зависимости от того, какой профессиональный участник рынка осуществляет это ранжирование:

- листинг ценных бумаг, или отбор ценных бумаг, осуществляемый организаторами торговли, прежде всего фондовыми биржами. Листинг ценных бумаг предназначен в основном для акций;
- рейтинг ценных бумаг, или ранжирование ценных бумаг по их инвестиционным качествам, производимый рейтинговыми компаниями (агентствами). Рейтинг ценных бумаг предназначен прежде всего для облигаций.

Понятие и определение. В соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» листинг — это включение ценных бумаг в котировальный список.

Котировальный список — это список ценных бумаг, допущенных для торговли профессиональным организатором рынка.

Листинг акций и листинг облигаций. Листингу подвергаются любые ценные бумаги, которые обращаются на фондовой бирже. В этом смысле нет различия между листингом акций и листингом облигаций. Однако по своей сути листинг нацелен именно на акции, а не на облигации. Это связано с тем, что:

- основным видом ценных бумаг, которые обращаются на фондовых биржах, являются акции, а не облигации. По имеющимся статистическим данным биржевой оборот облигаций составляет обычно не более 10% их общего оборота. Облигация по сути есть предмет внебиржевого рынка, так как ее купля-продажа часто требует гораздо большего времени, чем купля-продажа акции, с точки зрения согласования позиций сторон сделки. В случае акции вопрос обычно упирается в уровень текущей рыночной цены, а при покупке (продаже)

облигации имеют значение размер накопленного купонного дохода, наличие или отсутствие оферты (права на досрочное погашение у продавца или покупателя) и др.;

- облигация в гораздо меньшей степени является предметом спекулятивной торговли по сравнению с акцией в силу особенностей ее рыночного ценообразования. Рыночная цена акции зависит сразу от двух переменных величин: дивиденда и рыночной процентной ставки, а рыночная цена облигации основывается обычно на одной переменной величине — рыночной процентной ставке.

Таким образом, хотя юридически листинг относится и к акциям, и к облигациям, но в экономическом плане процедура листинга, как разновидности рыночного ранжирования ценных бумаг, есть неотъемлемая составная часть вторичного рынка именно акций, а не облигаций. Рынок облигаций вполне может существовать и без их листинга, а вот рынок акций без листинга существовать не может. Его нельзя заменить процедурой рейтинга, которая характерна именно для облигаций и, наоборот, малоприменима для рыночного ранжирования акций.

Ранжирование других видов ценных бумаг. Если ранжирование акций и облигаций на рынке закреплено отработанными процедурами листинга и рейтинга, то для всех остальных видов ценных бумаг никаких специальных (специализированных) процедур ранжирования нет, поскольку все они в большинстве своем не являются такими же массовыми и обращающимися ценными бумагами, как акции и облигации.

Надежность остальных видов ценных бумаг в случае их купли-продажи проверяется уже самими заинтересованными сторонами самыми разнообразными способами, среди которых важнейшим является наличие у эмитента бумаги соответствующего кредитного рейтинга. Если говорить о векселях, то здесь, кроме того, важным показателем их надежности обычно считается наличие у векселя многочисленных индоссаментов (передаточных надписей), которые свидетельствуют о том, что многие участники рынка доверяют обязательствам векселедателя.

Организация листинга. Включение ценных бумаг в котировальный список есть целая процедура, которая определяется правилами, устанавливаемыми каждым организатором торговли на рынке ценных бумаг, обычно соответствующей фондовой биржей.

Каждая фондовая биржа или внебиржевая система организованной торговли осуществляет свой листинг ценных бумаг, которые она допускает к обращению.

Результатом листинга ценной бумаги является:

- допуск ценных бумаг соответствующей компании на фондовую биржу или на другой **организованный** рынок ценных бумаг;
- получение акциями и/или облигациями компании публичной котировки, т. е. официально регистрируемого биржей (или внебиржевым организатором рынка) курса (цены) этой ценной бумаги.

Листинг ценных бумаг компании дает ей следующие важные преимущества на рынке:

- увеличение доверия со стороны участников рынка;
- общественную известность, а то и определенную популярность;
- получение доступа к сравнительно дешевым и потенциально неограниченным источникам финансирования;
- способствует росту капитализации компании, т. е. росту цен на ее акции;
- повышает оборачиваемость (ликвидность) ее ценных бумаг;
- позволяет получить те или иные налоговые льготы в соответствии с имеющимся в стране налоговым законодательством.

Коммерческая организация, претендующая на получение листинга на фондовой бирже, обязана удовлетворять предъявляемым к ней и ее ценным бумагам определенным требованиям. К ним относятся:

- наличие истории существования компании;
- известность в стране и в мире;
- место, занимаемое в соответствующей сфере экономики;
- минимальные размеры активов и чистой прибыли за несколько лет;
- размеры акций, находящихся в свободном обращении;
- численность акционеров и др.

Требования к листингу в России. В России правила листинга, устанавливаемые фондовой биржей, включают критерии, которые приведены в таб. 6.1. Без соответствия этим критериям договор о листинге ценных бумаг с эмитентом не может быть заключен.

Как видно из табл. 6.1, для включения в котировальный лист первого и второго уровней следует выполнить:

- а) требования к эмитенту ценных бумаг:
 - по минимальному размеру чистых активов;
 - по сроку существования эмитента ценных бумаг;
 - по минимальному количеству акционеров;

Таблица 6.1

**Ключевые требования к эмитентам и их акциям
для получения биржевого листинга**

Показатель	Котировальный лист первого уровня (A ₁)	Котировальный лист второго уровня (A ₂)	Котировальный лист третьего уровня (B), вводимый Фондовой биржей
Максимальная доля обыкновенных акций, находящихся в собственности одного лица и аффилированных с ним лиц, %	75	75	—
Минимальное количество акционеров эмитента, чел.	1000	500	—
Минимальная рыночная стоимость, млн руб. • акций • облигаций	300 30	300 30	— —
Минимальный срок существования эмитента, год	3	1	—
Минимальная стоимость чистых активов эмитента, млн руб.	500	50	—
Среднемесячная сумма рыночных сделок за последние 6 месяцев, млн руб. • акций • облигаций	2 400	1 0,2	0,4 0,1

б) требования к ценным бумагам эмитента:

- по минимальному количеству ценных бумаг, которое может обращаться;
- по минимальной рыночной стоимости ценных бумаг;
- по минимальному объему продаж ценных бумаг.

Кроме указанных требований, договор с эмитентом о листинге его ценных бумаг обязательно включает и многие другие требования к нему, которые вытекают из действующего законодательства. Например:

- ценные бумаги эмитента выпускаются и регистрируются в соответствии с требованиями российского законодательства;
- отчеты об итогах выпуска ценных бумаг должны быть зарегистрированы;
- ценные бумаги должны быть свободно обращаемыми;

- эмитент обеспечивает наличие в торговой системе котировок не менее чем двух маркет-мейкеров, обеспечивающих куплю-продажу данных ценных бумаг;
- эмитент обязуется раскрывать информацию о своих ценных бумагах и о себе в соответствии с требованиями закона и фондовой биржи.

Фондовые биржи и другие организаторы торговли могут устанавливать дополнительные требования и критерии для включения ценных бумаг в котировальные листы первого и второго уровней, а также более строгие требования к эмитентам и их ценным бумагам по сравнению с требованиями, установленными соответствующими нормативными актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Однако на практике требования листинга полностью зависят от уровня развития самого фондового рынка. Поэтому, например, российские фондовые биржи включают в свой листинг не только ценные бумаги, удовлетворяющие указанным в табл. 6.1 котировальным листам первого и второго уровней, но и другие ценные бумаги, которые имеют хоть какой-то спрос на рынке. Для них и предназначается котировальный лист третьего уровня.

Важное значение имеет унификация требований к листингу в масштабах всей страны, т. е. его независимость от того, у какого организатора торговли этот листинг получен. Это могло бы позволить эмитентам, прошедшим процедуру листинга на одной фондовой бирже, получить котировку своих ценных бумаг и на других отечественных биржах. Включение ценных бумаг в котировальные листы сразу многих бирж позволяет расширять рынок данной бумаги, увеличивать число участников независимо от их территориальной расположенности. Например, в Германии (как, впрочем, и в ряде других стран) ценные бумаги наиболее крупных эмитентов и государственные ценные бумаги, включенные в списки любой из 8 существующих там фондовых бирж, могут быть автоматически допущены к обращению на всех остальных.

Процедура допуска ценных бумаг к обращению на организованном фондовом рынке призвана защищать частных инвесторов от противоправных действий тех или иных участников рынка. Это, в частности, достигается путем:

- равного доступа участников торговли и их клиентов ко всей информации, раскрываемой в соответствии с правилами листинга;

- исключения из котировальных листов ценных бумаг, переставших отвечать установленным требованиям, или в случае нарушения эмитентом установленных для нее требований;
- недопущения манипулирования ценами на рынке в любых известных формах.

Процедура листинга. Процедура листинга начинается с подачи заявки в отдел листинга организатора торговли с приложением необходимых документов, оформленных соответствующим образом.

Заявка подается эмитентом, ценные бумаги которого выпущены и зарегистрированы в соответствии с действующим законодательством. Она представляется на фирменном бланке, имеет: печать и подпись руководителя, сведения о регистрируемом выпуске ценных бумаг, наименование, номер выпуска, номинал, гарантию достоверности представляемых в отдел листинга документов, а также уведомление о согласии с существующими правилами допуска к котировке (листинга).

К заявке прилагаются копии учредительных документов коммерческой организации, справка об оплаченном уставном фонде, копии проекта эмиссии установленного законом образца. Если акционерное общество функционирует более одного года или является правопреемником другого юридического лица, то дополнительно представляются бухгалтерский баланс и отчет о распределении прибыли за последний финансовый год, заверенный независимыми аудиторами. Как правило, биржа оставляет за собой право требовать от эмитента предоставления других документов и информации, необходимой для проведения экспертной оценки и допуска ценных бумаг к котировке. (Рассмотрение заявки обычно не превышает 1 месяца.)

Решение о внесении в биржевой список принимает руководство биржи (организатора торговли) на основе рекомендаций нижестоящих инстанций, например, отдела листинга, комиссии по допуску ценных бумаг. Если принимается положительное решение, то биржа и эмитент заключают договор (соглашение) о листинге.

Отказ в допуске ценных бумаг к обращению на бирже возможен только в случае несоответствия предоставленных документов законодательству Российской Федерации и правилам листинга и делистинга.

В договоре о листинге эмитент обязуется предоставлять бирже годовые и промежуточные отчеты, сведения о регистраторе акций, выплачиваемых дивидендах и иных распределяемых доходах, а также другую информацию, указанную в данном соглашении.

За получение листинга эмитент уплачивает бирже единовременный сбор, размеры которого зависят от числа акций, включаемых в биржевой список, а затем уплачивается ежегодный взнос за поддержание листинга. После **первого листинга** взимается сбор за листинг дополнительных акций, за любое изменение в **капитализации** компании (например, при консолидации ее акций или, наоборот, при их расщеплении), за изменения названия фирмы и другие изменения, затрагивающие биржевой листинг и требующие внесения соответствующих изменений в него.

Делистинг. **Делиетинг** представляет собой исключение ценных бумаг из котировального списка. Это процедура исключения ценных бумаг компании из листинга фондового рынка. Необходимость делистинга возникает в следующих основных случаях:

- эмитент сам подал заявление на исключение его ценных бумаг из котировального листа;
- принятие регулирующим органом **решения о признании** выпуска ценных бумаг несостоявшимся;
- вступило в силу решение суда о недействительности выпуска ценных бумаг;
- ликвидирован сам эмитент котироваемых ценных бумаг (на самом деле прекращение котирования происходит намного раньше, чем ликвидируется эмитент);
- истекли сроки допуска ценных бумаг к обращению на бирже;
- истек срок обращения определенных ценных бумаг;
- невыполнение эмитентом обязательств перед биржей, принятых при включении его ценных бумаг в котировальный лист биржи;
- несоответствие показателей, **относящихся** к эмитенту или его ценным бумагам, требованиям, предъявляемым для включения ценных бумаг в котировальный лист определенного уровня.

В данном случае речь идет в основном о вынужденном делистинге. Добровольный делистинг, или делистинг по инициативе самой эмитента, встречается редко. Однако в последние годы такого рода тенденция все-таки имеет место. Это связано с дальнейшим ужесточением требований по раскрытию эмитентом информации о своей деятельности. В определенных конкретных условиях рынка это может вести к ослаблению конкурентных позиций эмитента, поскольку ему приходится раскрывать многие своим «коммерческие секреты» заранее, чем и могут воспользоваться его конкуренты на рынке. В этом случае преимущества листинга мо-

гут быть перекрыты потерями от собственно коммерческой деятельности компании.

6.3.2. Рейтинг облигаций

Понятие. *Рейтинг ценных бумаг* — это профессиональная экспертная оценка качества ценной бумаги, используемая участниками рынка при установлении ее рыночной цены.

Нацеленность рейтинга. Рейтинг ценных бумаг, как и листинг, имеет своей целью оценку ценной бумаги с позиций и критериев, которые предъявляются к ней участниками рынка, т. е. с точки зрения соотношения доходности и рискованности инвестиций в нее. Оценка инвестиционных качеств ценной бумаги позволяет участникам рынка сопоставлять ценные бумаги между собой и на этой основе более правильно устанавливать рыночные цены и пропорции между ними.

Чем выше рейтинг, тем ниже оценивается риск по ценной бумаге, и поэтому по ней может быть установлена относительно более низкая доходность. Чем ниже рейтинг ценной бумаги, тем больший риск свойствен ей, в связи с этим она должна иметь большую привлекательность для инвесторов с точки зрения уровня ее доходности.

Субъективный характер рейтинга. Рейтинговая оценка есть всегда субъективная оценка качества той или иной ценной бумаги, поскольку она основывается на определенных количественных методах и мнении специалистов. Субъективность рейтинговой оценки коренится в следующих главных причинах:

- эту оценку вырабатывают сами люди, участники рынка. Данная оценка не существует как некая объективность, имеющая место вне человека. Рейтинг есть оценка ценной бумаги человеком;
- это есть оценка ценной бумаги, которая сама по себе не является материальной вещью. Ценная бумага — это порождение рынка, а не природы;
- рейтинг осуществляется преимущественно на основе информации о прошлом, а потому ценность рейтинговых оценок с течением времени быстро уменьшается.

Профессионализм, или объективный характер, оценки. Несмотря на субъективизм рейтинговой оценки по самому ее существу, тем не менее она имеет относительно большую объективность (или меньшую субъективность) по сравнению с любыми другими возможными оценками в силу трех моментов:

- оценка делается профессионально, т. е. на основе максимально возможного объема информации и с применением самых последних научных методов анализа в данной сфере;
- оценка осуществляется независимым участником рынка, т. е. его целью является выявление истины настолько, насколько это возможно при соответствующих обстоятельствах. Теоретически в этом случае отсутствует какая-либо заинтересованность в завышении или занижении оценки качества ценной бумаги;
- рейтинговые оценки по возможности систематически пересматриваются и уточняются.

Отличие рейтинга от оценки стоимости. Отрейтинг следует отличать то, что в практике называется профессиональной деятельностью по оценке ценной бумаги (оборудования, квартир, другой недвижимости, имущественных комплексов, акционерных обществ и других рыночных активов). Рейтинг оценивает качество ценной бумаги, но не ее вероятную рыночную цену. Профессиональный оценщик имеет своей целью определить стоимостную оценку рыночного актива, максимально приближенную к рыночной, в условиях, когда отсутствует прямая рыночная оценка этого актива.

Виды оценок качества ценной бумаги. Каждый участник рынка в той или иной мере субъективно оценивает качество ценной бумаги, которую он собирается купить. Для этого ему не всегда нужно проводить какую-то сложную исследовательскую (научную) работу, поскольку рынок выработал множество критериев, которые позволяют делать такого рода профессиональную оценку в упрощенной форме, либо эта оценка качества данной ценной бумаги является общепризнанной и не нуждается в дополнительных оценках.

Одним из таких критериев оценки качества ценной бумаги является рассмотренная выше процедура листинга ценной бумаги. Котируемые на фондовой бирже ценные бумаги, прежде всего акции, имеют обычно наивысшую степень рыночного качества, и рядовым участникам рынка нет необходимости проводить какие-то повторные экспертизы.

Другим важным критерием рыночного качества выступает общественное мнение относительно той или иной ценной бумаги. Сила общественного мнения состоит в его массовости. Если доверие к какой-то ценной бумаге или ее эмитенту в общественном мнении вдруг уменьшится, то это обязательно приведет к паде-

нию рыночных цен на нее, независимо оттого, как обстоят дела у эмитента на самом деле.

В тех случаях, когда участнику рынка все же необходимо иметь оценку качества ценной бумаги, а самому ему это, как правило, сделать затруднительно, он обращается за помощью к своему брокеру или к тому участнику рынка, который занимается консультированием на профессиональной основе.

Среди профессиональных консультантов на рынке ценных бумаг важное место принадлежит рейтинговым организациям (компаниям, агентствам), которые оказывают платные услуги участникам рынка по оценке качества тех или иных ценных бумаг.

Рейтингирыночныеоперации. Следует иметь в виду, что само по себе рейтинговое значение ценной бумаги не содержит каких-либо указаний или рекомендаций по ее купле-продаже. Он необходим лишь в качестве помощи, составного элемента в процессе принятия инвестиционного решения. Например, наличие у ценной бумаги низкого уровня рейтинга совсем не означает, что ее надо продать, а наличие высокого рейтинга — что ее надо обязательно купить. Для конкретного участника рынка все может оказаться как раз наоборот. Купив по низкой цене бумагу с низким рейтингом, он, может быть, в дальнейшем сумеет перепродать ее по более высокой цене и получить прибыль. И наоборот, купив ценную бумагу с высоким уровнем рейтинга по высокой цене, участник рынка потом очень долгое время не сумеет перепродать ее по еще более высокой цене, и возможно, ему придется продавать ее себе же в убыток.

Рейтинг долговых ценных бумаг и рейтинг акций. Рейтинг могут получать любые ценные бумаги, которые обращаются на фондовом рынке. Наибольшую значимость для рынка имеет рейтинг долговых ценных бумаг (облигаций). Причины этого следующие:

- акции всех ведущих компаний, как правило, обращаются на организованном фондовом рынке и включены в листинги организаторов фондовой торговли. В этом случае потребность в рейтинге таких акций отпадает. Нет необходимости судить о качестве акции на основе иных критериев субъективного порядка, если уже имеется ее рыночная цена, динамика которой и говорит о качестве этой акции;
- облигации (долговые ценные бумаги), как правило, не имеют биржевого листинга, но даже когда он имеется, его наличие не означает активной торговли ими на бирже. Рынок облигаций в основном внебиржевой, междилерский;
- разнообразие качественных характеристик долговых ценных бумаг (облигаций) не имеет предела в отличие от акций. На

рынке вряд ли можно найти выпуски облигаций с одинаковыми характеристиками. В результате профессиональный процесс оценки качества всего этого многообразия облигаций становится просто необходим, так как даже профессиональные торговцы уже не в состоянии самостоятельно оценивать их качество;

- рейтинг акций не может осуществляться на основе тех же критериев, что и рейтинг облигаций, так как показатели, влияющие на рейтинг акций, столь разнообразны, что не могут быть сведены к единой оценке.

Потребность в рейтинге акций обычно возникает, когда на рынок выходит их новый, малоизвестный эмитент. Такая профессиональная оценка качества новых акций позволяет участникам рынка сориентироваться относительно уровня рыночной цены акции сравнительно с ценами уже имеющихся на рынке аналогичных акций.

Рейтинг облигаций имеет свою особенность: обычно не имеет экономического смысла оценивать качество каждого отдельного выпуска долговых ценных бумаг у одного и того же их эмитента. Целесообразнее дать рейтинг сразу эмитенту в целом, т. е. на все его долговые обязательства. Поэтому возникает разделение на рейтинг ценных бумаг и на кредитный рейтинг самого эмитента. В тех случаях, когда эмитент желает получить рейтинг на конкретный вид эмитируемой им ценной бумаги, имеет место рейтинг ценных бумаг. В тех случаях, когда эмитент хочет получить рейтинг на все свои долговые обязательства, имеет место кредитный рейтинг эмитента.

Кредитный рейтинг, или рейтинг эмитента как должника. *Кредитный рейтинг* — это профессиональная оценка участника рынка в качестве должника. Кредитный рейтинг позволяет судить о степени рискованности инвестирования (кредитования) в ценные бумаги данного эмитента или предоставления ему банковской ссуды.

Наличие кредитного рейтинга в мировой практике в настоящее время является обязательным условием для выхода коммерческой организации или даже национального государства на рынок долговых обязательств, т. е. на кредитный рынок или на рынок ценных бумаг.

Рейтинговые организации. Рейтинговые организации появились в начале XX в. на американском фондовом рынке. Впоследствии они возникли и в других развитых странах и от рейтинга лишь

ценных бумаг трансформировались в кредитный рейтинг вообще.

Наиболее известными мировыми рейтинговыми агентствами являются: Standart & Poor's Corporation (S & P), Moody's Investors Service (Moody's).

Рейтинговая оценка, даваемая ими, как правило, очень близка. Согласно рейтингу все долговые ценные бумаги подразделяются на две группы:

- облигации инвестиционного уровня качества. В эту группу включаются облигации, по которым имеется возможность погасить заем, а возможность выплаты процентного дохода оценивается от высшей надежности до возможности невыплаты в установленные сроки. Сюда включаются облигации с рейтингом: AAA (Aaa), AA (Aa), A, BBB (Bbb);
- спекулятивные бумаги. В данную группу включаются ценные бумаги, имеющие разное качество с точки зрения возврата самого долга одновременно с выплатой процентного дохода. К спекулятивным ценным бумагам (их еще называют высокорисковыми или «мусорными» облигациями) относятся облигации с рейтингом: BB (Bb), B, CCC (Ccc), CC (Cc), C, D.

Конкретные методики рейтинговых оценок различаются по рейтинговым агентствам и являются их коммерческой тайной.

Рейтинги ценных бумаг и эмитентов постоянно уточняются и пересматриваются в связи с изменениями в их экономическом положении и рыночной ситуации.

Рейтинговые организации представляют собой коммерческие организации, которые работают на прибыльной основе за счет продажи своих услуг участникам рынка. Эмитент, желающий выйти со своими ценными бумагами на фондовый рынок, должен получить свой рейтинг. Для этого он обращается в рейтинговое агентство, оплачивает его услуги и предоставляет ему всю необходимую информацию для проведения рейтинга.

В общем случае рейтинг — это обязательность для эмитента, но не обязанность рейтинговой организации. Однако в последние годы ведущие рейтинговые агентства в ряде случаев самостоятельно проводят оценку кредитоспособности тех или иных компаний и государств.

Рейтинговые организации существуют в большинстве стран с развитым фондовым рынком. Национальные рейтинговые агентства имеют определенные преимущества перед международными

компаниями такого рода, поскольку могут более точно учитывать в рейтинговой оценке национальные особенности рынка.

6.4. Организация процесса торговли ценными бумагами

Формы организации процесса торговли ценными бумагами. Рыночная практика выработала две формы организации процесса торговли ценными бумагами:

- биржевая;
- внебиржевая («уличная»).

Биржевая торговля ценными бумагами — это торговля ценными бумагами, которая организуется профессиональным участником рынка ценных бумаг, называемого фондовой биржей (или просто биржей). Это централизованная торговля ценными бумагами, характеризующаяся объединением ее участников в одном месте, в одно время и торгующих по единым правилам.

Внебиржевая торговля ценными бумагами — это торговля ценными бумагами между участниками рынка, осуществляемая в отсутствие единого организатора рынка. Это децентрализованная форма торговли ценными бумагами. Внебиржевая торговля еще называется «уличным» рынком, торговлей «с прилавка».

Взаимозависимость форм организации торговли. Исторически торговля ценными бумагами развивалась в направлении от неорганизованных к организованным формам. С течением времени вырабатывались общепотребимые правила торговли ценными бумагами и появились участники рынка, которые специализировались на торговле имеющимися в данное время ценными бумагами. Эти профессиональные участники постепенно пришли к пониманию того, что их коммерческие дела пойдут лучше, если они объединятся в некие торговые сообщества, которые получили название *биржа*.

Однако любой организованный в форме биржи рынок не в состоянии охватить всю торговлю ценными бумагами по самым разным причинам, например:

- наличие физических ограничений, свойственных любому обособленному рынку: ограниченность территории (места торговли), ограниченность участников, ограниченность времени торговли и т.п. Именно в силу данной причины на биржевом рынке, в частности, становится возможной и необходимой процедура листинга ценных бумаг. Если любая биржа не в состоянии торговать всеми ценными бумагами, то,

- естественно, она должна отобрать те из них, которыми собирается торговать. Но уж если отбирать, то надо отбирать лучшие ценные бумаги, которые являются наиболее пригодными для торговли, как с точки зрения профессиональных торговцев (наиболее активно торгуемые), так и с точки зрения инвесторов (наиболее надежные бумаги);
- функциональная ограниченность. На организованном рынке действуют правила, которые должны соблюдаться его участниками, а потому рыночные операции, выходящие за установленные биржей рамки, могут осуществляться только на внебиржевом рынке;
 - « экономическая ограниченность (целесообразность). В ряде случаев совокупная оплата услуг рыночных посредников может быть ниже, если операция совершается на внебиржевом рынке, поскольку оплата услуг при биржевой торговле включает оплату услуг не только брокеров (дилеров), но и биржи, и расчетных систем и др.

Следовательно, на практике всегда имеются обстоятельства, вследствие которых рынок ценных бумаг представляет собой существование его биржевого и внебиржевого сегментов (частей, рынков).

Однако современный внебиржевой рынок ценных бумаг не является антиподом биржевого рынка в смысле их противопоставления как стихийного (неорганизованного) и организованного рынков. Организованность внебиржевого рынка обеспечивается, с одной стороны, необходимостью соблюдения всеми участниками рынка ценных бумаг имеющегося в данной стране законодательства, которое в своей основе вообще не делит рынок ценных бумаг на указанные части, а только особо выделяет его биржевой сегмент. С другой стороны, поскольку речь идет о едином рынке, постольку и внебиржевые участники рынка в основном придерживаются общерыночных правил хозяйственного оборота на данном рынке.

Развитие компьютеризированных форм торговли ценными бумагами ведет к стиранию различий между биржевым и внебиржевым рынками, превращает рынок ценных бумаг в единый организованный рынок, в котором снимаются как границы биржевого рынка, так и децентрализованный характер внебиржевого рынка.

Методы организации биржевой торговли. Биржевая торговля основана на «столкновении» покупателей и продавцов, или спроса и предложения.

Виды биржевых аукционов:

- простой аукцион:
 - простой публичный;
 - простой закрытый;
- двойной аукцион.

Простой публичный аукцион — это публичный (присутственный) аукцион, динамика цены на котором имеет преимущественно односторонний характер. Публичность аукциона означает, что созданы условия, например, благодаря одновременному присутствию всех участников в торговом зале, при которых все эти участники имеют информацию о предлагаемых друг другом ценах. Простой публичный аукцион используется обычно в условиях сравнительно малоактивного рынка. При такой организации торговли цена зависит от соотношения между спросом и предложением. В зависимости от того, кто преобладает на рынке, он подразделяется на:

- **аукцион продавца, или английский аукцион**, — это аукцион, на котором покупателей больше, чем продавцов, и потому цена сделки оказывается, как правило, выше, чем начальная (стартовая) цена аукциона. Сделка совершается, когда остается один покупатель или число покупателей сравняется с числом продавцов;
- **аукцион покупателя, или голландский аукцион**, — это аукцион, на котором продавцов больше, чем покупателей, и потому цена сделки оказывается, как правило, ниже, чем начальная (стартовая) цена аукциона. Сделка совершается, когда остается один продавец или число продавцов сравняется с числом покупателей.

Простой закрытый аукцион — это способ определения цены продаваемой (покупаемой) ценной бумаги самим продавцом (покупателем) на основе заявок на ее покупку (продажу), подаваемых заинтересованными участниками рынка при полном отсутствии у каждого из них информации о ценах, предлагаемых другими участниками аукциона. Такой аукцион возможен лишь в ситуации, когда участники рынка очень заинтересованы в покупке или продаже рыночного актива и, что называется, «втемную», подают свои предложения по цене. Организатор аукциона выбирает наиболее устраивающее его по цене (но могут быть и другие условия) предложение и заключает договор купли-продажи ценной бумаги с предложившим его лицом. Такого рода аукционы бывают при размещении государственных ценных бумаг.

Двойной аукцион — это аукцион, динамика цены на котором имеет разнонаправленный характер. Этот вид торговли используется на высокоактивных рынках, где спрос и предложение под-

вержены постоянным колебаниям в любую сторону и число продавцов и покупателей не остается неизменным, а само зависит от уровня рыночной цены. Двойной аукцион существует в двух формах:

- **залповый** — это двойной аукцион, когда заявки на покупку и на продажу накапливаются в течение определенного периода времени, а затем их удовлетворение происходит по единой цене, по которой имеется наибольшее совпадение заявок на покупку и заявок на продажу;
- **непрерывный** — это двойной аукцион, при котором сделки совершаются непрерывно по индивидуальным ценам, колеблющимся от сделки к сделке.

Пример. Определение равновесной цены при залповом аукционе. Пусть к моменту объявления «залпа» заявки на покупку и продажу определенного числа акций расположились по следующим ценам (для упрощения 1 заявка представляет 1 акцию):

Цена заявки, руб.	Количество приказов на покупку по данной цене, шт.	Всего заявок на покупку нарастающим итогом, шт.	Количество приказов на продажу по данной цене, шт.	Всего заявок на продажу нарастающим итогом, шт.	Минимальное число заявок, которое может быть одновременно удовлетворено, шт.
По рыночной цене (рыночный приказ)	—	—	120	120	—
Ниже 500	105	594	7	127	127
500	85	489	94	221	221
501	74	404	101	322	322
502	60	330	120	442	330
503	20	270	145	587	270
По рыночной цене (рыночный приказ)	250	250	"	"	

Как видно из приведенных в таблице условных данных, количество заявок на покупку, естественно, уменьшается с ростом цены акции, а количество заявок на продажу, наоборот, возрастает с ростом ее цены. Это нормальное явление для любого рынка.

В шестой колонке приводится минимальное количество заявок на покупку и на продажу, которое *одновременно* может быть удовлетворено по соответствующей цене. Как следует из таблицы, при цене 502 руб. достигается максимум одновременного удовлет-

ворения заявок на покупку и на продажу акций. Для сравнения: по цене 503 руб. одновременно могут быть удовлетворены только 270 заявок на покупку и на продажу, по цене 501 руб. — 322 заявки ит.д.

В итоге равновесной рыночной ценой данного «залпа» становится цена 502 руб. за акцию. В этом случае будут исполнены следующие приказы (заявки):

- все рыночные приказы на покупку и продажу данной акции (рыночный приказ — это приказ на покупку или на продажу по текущей (наилучшей) рыночной цене);
- все лимитные приказы купить по лимитной цене равной или большей, чем 502 руб. Например, лимитная цена на покупку установлена 503 руб. («купить по цене не выше, чем 503 руб.»), а рыночная цена установилась на уровне 502 руб., т. е. покупка акции возможна и выгодна;
- все лимитные приказы продать по лимитной цене равной или меньшей, чем 502 руб. Например, лимитная цена на продажу установлена 501 руб. («продать по цене не ниже, чем 501 руб.»), а рыночная цена установилась на уровне 502 руб., т. е. продажа акции возможна и выгодна;
- все стоп-приказы купить акцию по стоп-цене 502 руб. или по стоп-цене, установленной в приказе ниже, чем 502 руб. Например, стоп-цена на покупку установлена 501 руб. («купить по цене 501 руб. или выше в условиях роста цен на рынке»), а рыночная цена зафиксирована на уровне 502 руб., т. е. необходимо купить акцию, пока ее цена не возросла еще больше;
- все стоп-приказы продать акцию по цене стоп 502 руб. или по цене стоп, установленной в приказе выше, чем 502 руб. Например, стоп-цена на продажу установлена 503 руб. («продать по цене 503 руб. или ниже в условиях падения цен на рынке»), а рыночная цена зафиксирована на уровне 502 руб., т. с. необходимо срочно продать акцию, пока ее цена не упадет еще больше.

Непрерывный аукцион. Такого вида аукцион лежит в основе торговли ценными бумагами, когда ежедневно совершается множество сделок с ними. Приказы на покупку и продажу ценных бумаг непрерывно поступают в торговую систему биржи и исполняются в порядке поступления с учетом характеристик приказа и наличия приказов противоположного характера. Подавляющая часть приказов на покупку и одновременно на продажу в этом случае являются рыночными приказами, которые должны заключаться по текущим ценам, а не ожидать появления на рынке подходящего противоположного приказа, как это имеет место в случае лимитного приказа.

В отличие от залпового аукциона, цена на котором объявляется раз в определенный интервал времени, непрерывный аукцион оз-

начает наличие и объявление (котировку) рыночных цен в непрерывном режиме.

Основные отличия залпового аукциона от непрерывного аукциона:

- цена залпового аукциона образуется дискретно; цена непрерывного аукциона — непрерывно;
- при залповом аукционе устанавливается единая цена, по которой удовлетворяются сразу много приказов (заявок) на покупку и продажу данной ценной бумаги; в ходе непрерывного аукциона каждая цена есть индивидуальная цена самостоятельной рыночной сделки;
- цена залпового аукциона определяется на основе расчетов, осуществляемых соответствующей службой биржи; цена сделки при непрерывном аукционе — сторонами этой же сделки;
- при залповом аукционе часть приказов остаются невыполненным, но участвующим в процессе установления цены следующего «залпа»; при непрерывном аукционе невыполненный приказ не влияет на рыночную цену заключаемых сделок.

6.5. Котировка ценных бумаг и фондовые индексы

Понятие. Котировка ценной бумаги — это доступная для всех участников рынка информация о рыночной цене ценной бумаги. На современном рынке цена акции задается в абсолютном выражении в национальной валюте, например, в рублях и копейках за одну акцию. Цена облигации выражается в относительной величине, обычно в процентах от ее номинала. Например, цена облигации в размере 95,15% при условии, что ее номинальная стоимость составляет 1000 руб., означает, что в абсолютном выражении ее цена равна 951 руб. 50 коп.

Следует различать следующие виды котировки:

- **преддоговорная котировка** — это существование рыночной цены ценной бумаги в качестве цен предложения на покупку и продажу:
 - *цена покупателя, или цена предложения на покупку, или текущая котировка по запросу, или бид (bid)* — это цена, которую предлагает маркет-мейкер в качестве покупателя. По этой цене клиент может продать ему свою ценную бумагу (но может предложить и свою более высокую цену продажи);

— *цена продавца, или цена предложения на продажу, или текущая котировка по предложению, или аск (ask), offer (offer)* — это цена, которую предлагает маркет-мейкер в качестве продавца; по этой цене клиент может купить ценную бумагу (но может предложить и меньшую цену). Цена продавца (ask) всегда больше цены покупателя (бид), так как из этой разницы в ценах и образуется доход профессионального торговца-дилера (маркет-мейкера) на рынке ценных бумаг. Разница между ценами продавца и покупателя называется *спрэдом*;

- *последоговорная котировка, или курс, ценной бумаги* — это рыночная цена ценной бумаги в соответствии с заключенной по ней сделкой.

Различия между этими двумя видами котировок следующие:

- предоговорная котировка состоит из двух цен; последоговорная котировка представляет собой единственную цену;
- предоговорная котировка есть основа предполагаемой будущей рыночной цены, последоговорная котировка — это непосредственно рыночная цена ценной бумаги;
- предоговорная котировка сама основывается на последоговорных котировках, т. е. на рыночных ценах уже заключенных сделок.

Предоговорная котировка ценной бумаги имеет своей целью создание условий для достижения договоренности между продавцом и покупателем ценной бумаги по поводу установления ее рыночной цены. Чем меньше спрэд, тем быстрее при прочих равных условиях продавец и покупатель могут прийти к соглашению об уровне рыночной цены.

Методы статистической фиксации курса ценной бумаги. Количество сделок, заключаемых на активном рынке, очень велико. Поэтому и число рыночных цен по одной и той же ценной бумаге может исчисляться многими тысячами за один и тот же день. Все эти рыночные цены в установленном порядке регистрируются биржей и одновременно делаются доступными для всех участников рынка.

Однако само по себе множество цен создает существенные трудности, если участники рынка желают иметь представление о текущей рыночной цене как о каком-то обобщающем показателе, а не в виде «бесконечного» множества рыночных цен, которое не поддается мысленному охвату.

Практика рынка выработала три метода статистической фиксации курса ценной бумаги:

- » усредненный;
- « предельный;
- индексный.

Усредненный метод представляет собой тот или иной способ определения средней рыночной цены всех заключенных по данной ценной бумаге сделок за установленный промежуток времени (обычно за рабочий день). Средняя цена может рассчитываться по формуле простой или взвешенной средней арифметической. Этот метод применяется обычно лишь для соответствующих научных или аналитических целей. Для непосредственных участников рынка он может представлять интерес лишь в качестве одного из способов расчета цены в техническом анализе, или когда на рынке заключается очень мало сделок, и тогда средняя рыночная цена может представлять собой полезную информацию.

Предельный метод состоит в том, что биржа из всего огромного множества рыночных цен поданной ценной бумаге выделяет лишь предельные для нее рыночные цены за торговый день:

- цену на момент открытия рынка, или цену открытия;
- цену на момент закрытия рынка, или цену закрытия;
- минимальную цену за день;
- максимальную цену за день.

Указанные четыре вида рыночной цены по каждой торгуемой ценной бумаге используются всеми участниками рынка в качестве основы для индивидуального анализа и принятия последующих решений на рынке ценных бумаг. Эти цены лежат в основе всех расчетов, которые производятся в рамках фундаментального и технического анализов, о которых будет сказано в дальнейшем.

Индексный метод — это метод, имеющий целью расчет того или иного фондового индекса на основе рыночных цен ценных бумаг.

Понятие. Фондовый индекс — это статистический показатель, отражающий изменение рыночных цен выбранной совокупности ценных бумаг во времени.

Методы расчета фондовых индексов. Фондовый индекс представляет собой безразмерную величину независимо от метода его расчета. Наиболее употребимыми являются три метода расчета фондовых индексов:

- метод простой средней арифметической величины. Базовая формула:

$$J = \sum C_i / n, \quad (6.1)$$

где J — значение индекса для данного момента времени;

Ц. — цена /-й ценной бумаги (акции, облигации), входящей в состав ценных бумаг, составляющих индекс;
и — делитель, базирующийся на количестве ценных бумаг (компаний), входящих в индекс, и учитывающий их последующую замену и сплит (деление акций);

- метод среднеарифметической взвешенной величины. Базовая формула

$$J = M \cdot J_0 \cdot \sum C_j K_j / \sum C_j^0 K_j^0, \quad (6.2)$$

где J — значение индекса для данного (отчетного) момента времени;

J_0 — значение индекса для предшествующего момента времени;

M — безразмерный множитель (обычно число 100);

C_j — цена 1-й ценной бумаги (акции, облигации), входящей в состав ценных бумаг, составляющих индекс, в данный момент времени;

C_j^0 — цена /-й ценной бумаги (акции, облигации) в предшествующий момент времени;

K_j — количество /-й ценной бумаги (акции, облигации), находящееся в обращении в данный момент времени;

K_j^0 — количество /-й ценной бумаги (акции, облигации), находившееся в обращении в предшествующий момент времени (замена компаний и сплит (деление акций) учитываются особым образом);

- метод средней геометрической. Базовая формула

$$J = \sqrt[n]{J_1 J_2 \times \dots \times J_n}, \quad (6.3)$$

где J — значение индекса для данного момента времени;

J_j — индекс изменения цены г-й ценной бумаги (акции, облигации), входящей в состав ценных бумаг, составляющих индекс;

« — количество ценных бумаг (компаний), входящих в индекс (замена компаний и сплит (деление акций) учитываются особым образом).

Расчет фондовых индексов по рассмотренным формулам имеет свои достоинства и недостатки, поэтому все эти способы расчета индексов востребованы рынком.

Фондовые индексы мирового рынка. В настоящее время существует огромное множество самых разнообразных фондовых ин-

дексов, различающихся как по методу расчета, так и по набору входящих в них ценных бумаг. Существуют индексы, которые рассчитываются раздельно по акциям или облигациям, и композитные индексы, которые включают наборы акций и облигаций (в ряде случаев и иных доходных активов рынка) в различных сочетаниях.

Однако при всем гигантском разнообразии фондовых индексов наиболее употребимыми являются индексы, которые имеют следующие особенности:

- являются исторически самыми проверенными;
- рассчитываются общепризнанными участниками рынка (фондовыми биржами, информационными и рейтинговыми агентствами);
- основываются на наиболее значимых ценных бумагах и значимых для экономики той или иной страны компаниях.

К подобного рода фондовым индексам относятся:

- в США:
 - группа фондовых индексов Доу-Джонса. Метод расчета — простая средняя арифметическая. Начало расчета — 1884 г.; по современной методике — с 1928 г. Количество компаний, охватываемых индексом, всего — 65, в том числе: промышленный индекс — 30, транспортный индекс — 20, коммунальный индекс — 15;
 - группа индексов *Standart & Poor's (S&P)*. Метод расчета — средняя арифметическая взвешенная. База — значение индекса за 1941—1943 гг. Сводный индекс охватывает 500 компаний (*S&P-500*);
 - — сводный индекс Нью-Йоркской фондовой биржи. Метод расчета — средняя арифметическая взвешенная. База — значение индекса на конец 1965 г. Индекс охватывает акции всех компаний, включенных в листинг биржи (порядка 2000 компаний);
 - группа индексов Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (*NASD*) и системы НАСДАК. Метод расчета — средняя арифметическая взвешенная. База — значение индекса *NASD* на конец 1970 г. Составной индекс охватывает акции всех компаний, включенных в листинг НАСДАК (более 4000 компаний);
 - имеются и другие фондовые индексы;
- в Великобритании:
 - группа индексов *FT-SE(ФУТС\Л)*. Метод расчета: *FT-SE 30* — методом средней геометрической; *FT-SE 100* и др. — методом средняя арифметическая взвешенная. База — зна-

чение индекса *FT-SE30* с 1935 г., остальные индексы с 1984—1985 г. Индекс *FT-SE30* охватывает акции 30 ведущих компаний Великобритании, аналогично в остальных индексах цифровое значение означает количество входящих в индекс компаний;

- в Германии:
 - группа индексов *DAX*. Метод расчета — средняя арифметическая взвешенная. База — значение индекса на конец 1971 г. Наиболее известный индекс *DAX-20*. Составной индекс *DAX* охватывает акции 320 компаний, включенных в листинг Немецкой фондовой биржи;
- во Франции:
 - группа индексов *CAC* и *SBF*. Метод расчета — средняя арифметическая взвешенная. База — значение индекса на конец 1987 г. Наиболее известный индекс *CAC-40*. Общий индекс *CAC* охватывает акции 250 компаний, включенных в листинг Французской фондовой биржи;
- в Японии:
 - индекс *НИККЕЙ-225*. Метод расчета — простая средняя арифметическая. База — значение индекса на конец 1950 г. Индекс охватывает акции 225 наиболее известных японских компаний;
 - индекс *ТОПИКС*. Метод расчета — средняя арифметическая взвешенная. База — значение индекса на конец 1968 г. Индекс охватывает все акции, имеющиеся в котировальном листе Токийской фондовой биржи (более 1000 акций).

Основные российские фондовые индексы. На российском фондовом рынке наиболее цитируемыми являются два фондовых индекса:

- 1) индекс РТС (индекс фондовой биржи «Российская торговая система»). Рассчитывается по методу средней арифметической взвешенной:

$$J = 100 \frac{\sum C_t K_t}{\sum C_t^0 K_t^0}, \quad (6.4)$$

где U — значение индекса для данного (отчетного) момента времени;

J_0 — значение индекса для предшествующего момента времени;

C_t — цена i -й акции, входящей в состав ценных бумаг, составляющих индекс, на данный момент времени;

C_t^0 — цена i -й акции на базовую дату;

K — количество /-и акции, находящееся в обращении на данный момент времени;

K^0 — количество /-и акции, находившееся в обращении на базовую дату (замена компаний и сплит (деление акций) учитываются особым образом);

- сводный фондовый индекс (СФИ) ММВБ (фондовый индекс Московской межбанковской валютной биржи). Рассчитывается по методу средней арифметической взвешенной:

$$J = (1/D) \sum C_i K_i / J^0, \quad (6.5)$$

где J — значение индекса для данного (отчетного) момента времени;

J^0 — базовое значение капитализации;

D — поправочный коэффициент, необходимый для корректировки индекса при изменении базы расчета;

C_i — средневзвешенная цена акции /-го вида на данный момент времени;

K_i — количество акций /-го вида, находящихся в обращении на данный момент времени.

Использование фондовых индексов. Если говорить в целом, то фондовые индексы используются для получения общей картины состояния фондового рынка, прежде всего рынка акций и облигаций, поскольку по своей сути они выполняют две функции:

- 1) агрегируют рыночные цены сразу многих ценных бумаг путем использования тех или иных методов усреднения совокупности цен;
- 2) показывают общую динамику или направленность изменения рыночных цен вообще безотносительно к цене отдельной ценной бумаги.

Конкретно фондовые индексы широко используются его участниками для самых разных целей, в частности:

- для экономического анализа и прогнозирования цен акций;
- могут служить экономическими индикаторами конъюнктуры экономики страны в целом;
- в качестве инструментов управления инвестиционными портфелями ценных бумаг;
- являются предметом для заключения сделок с производными инструментами (фьючерсами, опционами, свопами).

Фондовые индексы активно используются для анализа состояния и прогнозирования динамики фондового рынка, поскольку современные инвесторы обычно располагают крупными пакетами

самых разнообразных ценных бумаг, управление которыми требует понимания общих процессов, свойственных фондовому рынку в целом, а не только отдельной ценной бумаге.

Фондовые индексы широко применяются в качестве основы для торговли производными финансовыми инструментами, базирующимися на этих индексах. Например, на фондовых индексах основываются фьючерсные контракты на фондовые индексы (индексные фьючерсы), опционные контракты на фондовые индексы (биржевые опционы на индексы), опционные контракты на индексные фьючерсы. Производные финансовые инструменты, основанные на фондовых индексах, используются в спекулятивных целях, для хеджирования портфельных рисков, а также для проведения арбитражной торговли между рынками индексных производных инструментов и рынками ценных бумаг, входящих в состав соответствующего фондового индекса.

6.6. Ликвидность ценных бумаг

Понятие. Ликвидность ценной бумаги является характеристикой ее оборачиваемости на рынке. Свободная оборачиваемость, или обмен ценной бумаги на деньги и обратно, есть неотъемлемая черта ценной бумаги; это и обусловило превращение юридического инструмента фиксации ссудного отношения в инструмент, названный ценной бумагой.

Обмен ценной бумаги на деньги и обратно связан со многими рыночными факторами, относящимися как к самой ценной бумаге (надежность, инвестиционные качества), так и к рынку (наличие достаточного числа участников, особенности договорного процесса и др.). Иначе говоря, ценная бумага имеет потенциальную возможность для обращения, однако сам процесс ее обращения зависит не только от нее самой, но и от воли и желаний ее эмитента и владельца. В этом смысле самое общее понимание ликвидности состоит в том, что она представляет собой ту или иную степень сочетания возможности к обращению и действительной ее обратимости в деньги (или наоборот).

На практике ценную бумагу, как правило, всегда можно купить или продать, вопрос только во времени и в цене. Если фиксируется желаемая цена сделки, то время ее заключения относительно увеличивается и теоретически может растянуться до бесконечности, т. е. когда-нибудь может возникнуть ситуация, что рыночная цена ценной бумаги достигнет заданного высокого или, наоборот, низкого (в случае кризиса на рынке или банкротства эмитента)

уровня. Если фиксируется время сделки, то цель может быть достигнута за счет изменения (повышения или понижения) зафиксированного уровня рыночной цены. Поэтому, чтобы сравнивать ценные бумаги между собой по уровню их ликвидности, необходимо исходить из одинакового времени их обмена и из одновременной неизменности рыночной цены.

Таким образом, *ликвидность ценной бумаги* — это сравнительное количество ценной бумаги, которое может быть обменено на деньги (или наоборот) в течение фиксированного (заданного) периода времени без существенного изменения рыночной цены на нее.

В этом смысле высокая ликвидность означает, что ценная бумага в стандартном количестве может быть быстро продана (куплена) без существенного влияния этой операции на текущий уровень ее рыночной цены. Низкая ликвидность означает, что стандартное количество ценной бумаги вряд ли может быть за аналогичное время продано (куплено) без весьма существенных потерь, т. е. без значительного падения (роста) ее цены.

Понятие низкой ликвидности, в частности в российских условиях, может означать и тот факт, что ценная бумага вообще не обращается на рынке и что у нее нет сколько-нибудь представительной рыночной цены. По сути, подобного рода ценная бумага является таковой лишь потенциально, в силу ее юридического статуса, а с точки зрения рынка она этот свой статус утратила.

Критерии ликвидности, такие как стандартное количество ценной бумаги, принимаемое в расчет при оценке ликвидности, временной период, необходимый для обмена этого стандартного количества на деньги, и значение существенного изменения рыночной цены, — все это отрабатывается на практике и зависит от степени развития самого фондового рынка. Например, общепринято считать высоколиквидной ценной бумагой такую, стандартный рыночный лот которой (обычно 100 или 1000 шт.) может быть немедленно куплен (продан) по текущей рыночной цене.

Способы обеспечения ликвидности. Ликвидность ценной бумаги может обеспечиваться за счет различного рода мероприятий, проводимых как ее эмитентом, так и на ее рынке. В частности, это может включать:

- первичное размещение ценной бумаги среди максимально широкого круга инвесторов. Чем больше количество владельцев ценной бумаги, тем больше вероятность того, что возникнет широкий рынок ее обращения;
- использование имеющихся возможностей вторичного, прежде всего биржевого, рынка для стимулирования купли-про-

лажи ценной бумаги: присвоение ей биржевого листинга, простота заключения сделок, защита от мошенничества;

- возможность проведения операций репо (см. раздел 6.8.3);
- осуществление сделок не только на биржевом, но и на внебиржевом рынке. Обращение ценной бумаги на внебиржевом рынке имеет ничуть не меньшее значение, чем на биржевом рынке. Эти рынки дополняют друг друга, и вместе они только увеличивают ликвидность ценной бумаги;
- наличие маркет-мейкеров, обеспечивающих двусторонние котировки на рынке. Профессиональные торговцы-дилеры, которые выставляют собственные котировки на покупку и продажу ценной бумаги, обеспечивают очень высокую степень ее ликвидности. Поэтому любому участнику рынка нет необходимости самостоятельно искать своего контрагента по сделке, а достаточно обратиться к дилеру, чтобы заключить необходимую сделку по текущим рыночным условиям. Такие дилеры обычно располагают в необходимых количествах собственными портфелями котируемых ценных бумаг, которые используют в случае временной нехватки предложения по какой-то ценной бумаге, или, наоборот, покупают в свой портфель временно избыточное предложение ее на рынке. Этим обеспечивается постоянная ликвидность котируемой ценной бумаги.

Основные показатели ликвидности. Показателей ликвидности ценной бумаги может быть достаточно много, и все они характеризуют те или иные стороны процесса ее оборачиваемости на рынке. Наиболее часто используемыми показателями являются:

- **ежедневный объем сделок** с ценной бумагой по отношению к ее общему размещенному количеству и по отношению ко всему ежедневному объему сделок на рынке. Чем больше ежедневный объем сделок в абсолютном и любом относительном выражении, тем при прочих равных условиях выше ликвидность ценной бумаги;
- **количество маркет-мейкеров (дилеров)**, которые выставляют свои котировки по данной ценной бумаге. Обычно чем более ликвидна ценная бумага, т. е. чем она более востребована на рынке, тем большее число профессиональных торговцев «вынуждены» торговать ею и заинтересованы в торговле ею;
- **спрэд (разница)** между ценами покупателя (бид) и продавца (аск). По ликвидным ценным бумагам спрэд всегда очень мал, обычно в пределах 0,5% от цены (для сравнения: нарын-

ке неликвидности спрэд может достигать 10% и более). Имеет место и обратное влияние спреда на ликвидность ценной бумаги. Чем он становится меньше, тем легче совершается заключение рыночных сделок, а потому возрастают их объемы и, соответственно, ликвидность ценной бумаги. Большой спрэд характерен для низколиквидных ценных бумаг, поскольку продавцы и покупатели встречаются на рынке редко и их представления о возможной рыночной цене данной ценной бумаги могут очень сильно различаться;

- *время*, необходимое для реализации достаточно крупного (нестандартного) пакета ценных бумаг, в течение которого не будет оказано серьезного влияния на уровень рыночной цены. Для разных ценных бумаг с точки зрения их ликвидности опытным путем устанавливается размер такого пакета, измеряемый обычно в процентах от общего объема рынка данной ценной бумаги, купля-продажа которого не приведет к резкому падению рыночной цены (обычно резким для данного случая считается падение цены более чем на 1 %).

6.7. Виды рисков по ценным бумагам

Понятие *Риск* — это объективная неопределенность будущего, рассматриваемая под углом зрения возможных материальных потерь для участника рынка (субъекта этого будущего). В количественном аспекте риск есть субъективная оценка возможных потерь у конкретного участника рынка в будущем.

Субъективность оценки риска проистекает из:

- *субъективности самого оценщика*. Оценку риска могут делать как сам субъект риска, так и другие участники рынка, в частности, профессиональные организации, специализирующиеся на этих оценках. Пример такого рода профессиональной оценки — это рейтинговые оценки ценных бумаг (о которых уже говорилось);
- *субъективности методов оценки риска*. Количественные методы оценки риска находятся в постоянном развитии и совершенствовании. Они опираются на достижения экономической науки и математические знания. Но их субъективная сторона состоит в том, что, во-первых, эти методы всегда являются порождением самого человека; во-вторых, они отражают лишь тот уровень знания, который достигнут к данному моменту времени; в-третьих, истина (метод, модель, формула и т.п.) всегда относительна и частична;

- *нереальности (отсутствия) самого будущего.* В момент оценки риска будущего еще нет. Оно неизвестно, проблематично и вероятно. Невозможно достоверно оценить то, чего еще нет. Никакая самая высокая вероятность ничего не гарантирует по отношению к будущему.

Качественные границы совершенствования количественных методов. На первый взгляд кажется, что совершенствование методов оценки рисков позволяет все более точно их предсказывать, прогнозировать. На самом деле необходимо различать следующие моменты совершенствования прогнозирования риска:

- совершенствование метода как метода прогноза, например рыночной цены;
- совершенствование метода как расширение сферы (границ) его применения, например, не только для прогнозирования, но и для управления рисками, или распространение его на новые объекты рынка, для которых он первоначально не предназначался;
- совершенствование метода как повышение степени (уровня) приближения к фактическому будущему.

Очевидно, что если используются несовершенные методы оценки риска, то и их результаты могут быть неудовлетворительными. Задача науки состоит в том, чтобы в каждый данный момент времени в распоряжении заинтересованных участников рынка имелись бы самые совершенные способы расчета возможных рисков (потерь). Сам по себе этот процесс совершенствования научных методов бесконечен, но для данного момента времени он определяется достигнутыми познаниями в экономической сущности рыночного объекта и уровнем развития соответствующих других наук, например математики. Так, плохо, когда участники рынка используют малопригодные методы оценки рисков, как это, предположим, можно заключить, исходя из их применения на практике. Но следует помнить, что, возможно, более совершенную методологию в некоторых конкретных случаях наука еще не может предложить.

Часто то, что принимается за совершенствование методов оценки рисков на рынке, на самом деле есть всего лишь распространение их на те области рынка, где они еще не применялись. Конечно, для таких сфер принятия рыночных решений внедрение новых методов оценки рисков есть совершенствование ранее применявшихся методов, и потому в таком понимании данного процесса тоже содержится истина. Аналогично совершенно необ-

ходимым представляется разработка методов оценки рисков для новых рынков или для новых рыночных инструментов.

И все же ключевым моментом в понимании процесса совершенствования оценки рисков является знание того, что степень приближения прогноза риска к фактическому будущему зависит не от метода прогноза, а от самого объекта прогнозирования. Если объект прогноза хорошо прогнозируем в силу его сущности, то и методы расчета его риска могут давать результаты достаточно близкие к фактическим в будущем. Например, очень хорошо, т. е. с высокой долей вероятности, можно прогнозировать ежедневный объем сделок на рынке на следующий день или дни, если речь идет об устоявшемся рынке ценной бумаги. Но если сущность объекта заключается в хаотичности его поведения, то никакой самый совершенный метод не позволит повысить вероятность прогноза более чем до 50%. Например, цена акции изменяется на рынке хаотично, а потому в общем случае невозможно достичь более высокой вероятности оценки риска по акции. Но если вдруг по каким-то причинам цена акции в данном интервале времени стала изменяться в соответствии с какой-то тенденцией (правилом), то возможны нахождение и использование метода ее временного прогнозирования с большей вероятностью «угадывания», чем 50%.

Классификации рисков. Риски, присущие рынку ценных бумаг, в основном схожи с рисками, присущими всем другим финансовым и товарным рынкам. Они могут быть классифицированы на следующие группы:

- по уровню рисков на рынке ценных бумаг:
 - риск, присущий отдельной ценной бумаге;
 - риск, присущий совокупности (портфелю) ценных бумаг;
 - риск, присущий всему рынку ценных бумаг;
- по принадлежности риска к ценной бумаге:
 - собственный риск;
 - внешний риск;
- по принадлежности риска к участнику рынка:
 - риск эмитента ценной бумаги;
 - риск владельца ценной бумаги (инвестора);
- по временной принадлежности:
 - риск, присущий ценной бумаге на постоянной основе;
 - риск, временно имеющийся у ценной бумаги;
- по уровню рисков в отношении рынка ценных бумаг:
 - мировой риск;
 - государственный (страновой) риск;
 - отраслевой риск;

- риск, ведущий свое происхождение от других рынков (финансовых и товарных);
- по рыночному источнику риска:
 - рыночный риск;
 - кредитный риск;
 - риск ликвидности;
 - операционный риск;
- по степени устранимости:
 - устранимый (диверсифицируемый) риск;
 - неустраимый (недиверсифицируемый) риск;
- по виду рынка ценной бумаги:
 - риск, присущий ее первичному рынку;
 - риск, присущий ее вторичному рынку;
- по экономическому происхождению:
 - риск, вытекающий из эмиссионного отношения;
 - риск, вытекающий из отношений обращения ценной бумаги.

Риски, вытекающие из эмиссионного (ссудного, первичного) отношения, — это риски, которые могут иметь эмитент и инвестор при первичном размещении ценной бумаги. Риски эмитента включают риск недоразмещения ценной бумаги, риски, связанные с оплатой ценной бумаги инвестором, и др. Риски инвестора включают риск неполучения доходов, риск невозврата номинала облигации (ликвидационной стоимости по акции). Кроме того, обе стороны эмиссионного отношения могут подвергаться рискам, вытекающим из организации этих отношений: операционные риски, риск нарушения обязательств андеррайтером и т.п.

К рискам, вытекающим из обращения ценной бумаги, относятся рыночные риски; риски, связанные с потерей спекулятивного капитала (неполучение прибыли от сделки); риски, ведущие к потере исходного инвестируемого капитала (из-за падения цены и др.); операционные риски; риски ликвидности; риски потерь из-за мошенничества на рынке и т.п.

6.8. Спекулятивные операции с ценными бумагами

6.8.1. Инвестиционные и спекулятивные операции

Понятия. *Инвестиционная операция* на рынке ценных бумаг — это обмен капитала в форме денег на капитал в форме ценной бумаги; по своей внешней форме — это чаще всего покупка ценной

бумаги, но покупка ее в качестве капитала. Инвестиционная операция с ценной бумагой называется также инвестированием в ценную бумагу.

Покупка ценной бумаги в качестве капитала есть именно инвестиционная операция, а не просто покупка, поскольку она имеет своей целью получение инвестиционного дохода от нее в течение срока владения ценной бумагой.

Инвестиционной доходно ценной бумаге — это любая рыночная форма дохода, связанная с владением ценной бумагой. Поэтому можно еще сказать, что инвестиционная операция (в своем самом распространенном виде) — это покупка ценной бумаги в целях владения ею. Владение ценной бумагой есть вторая часть инвестиционной операции, которая начинается вслед за ее покупкой. Инвестиционная операция прекращается, когда ценная бумага отчуждается от своего владельца.

Модель инвестиционной операции состоит из трех основных этапов (рис. 6.3).

1-й этап — начало операции

Приобретение ценной бумаги:
покупка на рынке, приобретение ее иным рыночным способом — путем конвертации, распределения и т.п., или получение ее в порядке наследования, дарения или иным нерыночным способом

2-й этап — период владения ценной бумагой

Получение инвестиционного дохода:
в течение срока владения ценной бумагой получение причитающихся по ней различных видов инвестиционных доходов — дивидендов, процентов, прироста стоимости

3-й этап — завершение операции

Отчуждение ценной бумаги:
а) инвестором:
• рыночным путем — продажа, конвертация и др.;
• нерыночным путем — дарение и др.;
б) в результате ее выкупа или гашения эмитентом

РИС. 6.3. Модель инвестиционной операции на рынке ценных бумаг

Инвестирование в ценную бумагу может преследовать самые разнообразные цели, свойственные капиталу, в частности:

- получение процентного или дивидендного дохода на вложенный капитал;

- рост стоимости вложенного капитала;
- участие в управлении акционерным обществом;
- диверсификация (распределение по разным активам) капитала инвестора в целях снижения рыночных рисков;
- снижение налогового бремени (перевод капитала из более налогооблагаемых инвестиций в менее **налогооблагаемые**) и др.

Спекулятивная операция с ценной бумагой — это операция, состоящая из чередующихся во времени актов покупки и продажи ценной бумаги одним и тем же участником рынка. В отличие от инвестирования, спекуляция есть способ получения дохода от ценной бумаги, связанный с ее окончательным отчуждением при продаже, а не с владением ею.

Обычное определение спекулятивной операции на рынке ценных бумаг, или просто спекуляции, состоит в том, что это есть операция, имеющая своей целью получение дохода в форме положительной разницы в рыночных ценах, а точнее, положительной разницы между ценой продажи и ценой покупки ценной бумаги. По своей внешней форме спекулятивная операция есть покупка ценной бумаги с последующей ее продажей или, наоборот, продажа ценной бумаги с последующим ее обратным выкупом, которые приносят спекулятивный доход только тогда, когда цена продажи превышает цену покупки.

Спекулятивная операция с ценной бумагой ничем не отличается от спекуляции с любым другим рыночным товаром. Спекуляция ценными бумагами выросла из спекуляции обычными товарами, которая имела и имеет место на товарном рынке, так как цена всегда отклоняется в ту или иную сторону от своей стоимостной основы под влиянием колебаний спроса и предложения, что собственно и является источником спекулятивного дохода на товарном рынке.

Хотя спекулятивная операция и включает в качестве обязательных элементов как покупку, так и продажу ценной бумаги, ее нельзя определить, например, как разновидность инвестиционной операции (или наоборот), поскольку суть инвестиционной операции состоит не в покупке и последующей продаже ценной бумаги, а во владении ею в качестве источника капитала для ее владельца. Спекулятивная операция по своему механизму тоже всегда содержит разрыв во времени между покупкой и продажей, но владение ценной бумагой здесь выступает как технический момент операции, а не как ее сущность.

Базовая модель спекулятивной операции имеет следующий вид (рис. 6.4).

**1-й этап —
начало операции**

Покупка (продажа)
ценной бумаги на рынке или полу-
чение (отчуждение) ее иным способом

**2-й этап —
период ожидания
(выжидания)**

Ожидание
благоприятной ситуации с рыночной
ценой (в соответствии с прогнозом
спекулянта)

**3-й этап —
завершение
операции**

Продажа (покупка)
ценной бумаги на рынке по сложив-
шейся рыночной цене

Рис. 6.4. Модель спекулятивной операции на рынке ценных бумаг

Условность деления участников рынка на инвесторов и спекулянтов. На практике спекуляция на рынке ценных бумаг не существует в чистом виде, равно как и инвестирование. Это связано с тем, что внешние формы инвестирования и спекуляции и их цели часто переплетаются, объединяются и субъективно трудноразличимы. Например, любой спекулянт, естественно, не отказывается от получения процента или дивиденда по ценной бумаге, если таковой выплачивается ему во время владения им ценной бумагой, в течение периода времени ожидания благоприятной рыночной конъюнктуры. Абсолютное большинство инвесторов время от времени продают все или часть принадлежащих им ценных бумаг по самым разным причинам, включая и желание заработать доход от разницы в рыночных ценах.

В результате деление участников рынка ценных бумаг на инвесторов и спекулянтов на практике часто трудноразличимо, весьма условно и обычно производится исключительно с позиций срока, в течение которого участник рынка владеет ценной бумагой. Если сроки достаточно длительные, например свыше года и более, то считается, что данный участник рынка относится к инвесторам и его операции признаются инвестиционными. Если ценная бумага приобретается на короткие сроки (минуты, часы, дни, недели, месяцы), то такой участник рынка относится к спекулянтам и его операции считаются спекулятивными.

Экономическое различие между инвестированием и спекуляцией. Описанный практический подход к разделению участников рын-

ка на инвесторов и спекулянтов по своей сути близок к экономическому различию ценной бумаги как товара и ценной бумаги как капитала. Если, например, на рынке ценных бумаг деньги вкладываются в ценную бумагу на короткий срок, то очевидно, что они просто не могут быть производительно использованы за такое **время**, т. е. создать тот процентный доход, который приносит ценная бумага своему владельцу, а потому они и не превращают ценную бумагу в олицетворение капитала. Наоборот, деньги, вложенные в ценную бумагу на длительные сроки, уподобляются денежному капиталу, который участвует в создании нового капитала, отражением которого и выступает в таком случае ценная бумага.

Итак, в отличие от инвестиционной операции в спекулятивной операции покупка ценной бумаги представляет собой обмен ценной бумаги как товара на деньги, а не обмен капитала в одной форме на капитал в другой форме. В случае спекуляции с ценной бумагой она выступает на рынке в качестве обычного товара, а не капитала. Спекулянт покупает ценную бумагу как товар, который можно перепродать по более высокой цене, чем цена его покупки. Его объективной целью не является производительное использование его денежного капитала.

Однако с позиций спекулянта денежные средства, затрачиваемые им на спекулятивную операцию, есть денежный капитал, ничем не отличающийся от любой другой затраты денег в качестве капитала, т. е. с целью получения дохода. Иначе говоря, и инвестор, и спекулянт затрачивают свои деньги на покупку ценной бумаги как капитал, но в случае инвестирования капиталом является и ценная бумага, **а в** случае спекуляции ценная бумага остается обычным товаром, не превращается **в капитал**. Поэтому **в** экономическом плане *спекуляция* есть обмен денежного капитала на ценную бумагу как на товар, в то время как инвестирование, как было сказано **в** определении, есть обмен денежного **капитала** на ценную бумагу как на капитал.

Сама по себе покупка ценной бумаги **в** качестве товара совершенно бессмысленна, поскольку ценная бумага есть фиктивный товар, который не может быть использован ни в качестве предмета потребления, ни в качестве средства производства. Поэтому тот, кто покупает ее в качестве товара (спекулянт), стремится обычно побыстрее избавиться от нее (т. е. снова продать ее), поскольку обладание ею ничего ему непосредственно не дает (кроме соответствующих «забот» и рисков). В этом, т. е. в бесполезной сущности ценной бумаги как товара, и коренится характерная черта спекуляции — краткосрочность операции.

Перепродажа ценной бумаги инвестором внешне выглядит как обычная спекулятивная операция, поскольку инвестор часто получает положительную разницу между ценой покупки в прошлом и более высокой текущей ценой продажи. Но, по сути дела, данная разница в ценах отражает прирост капитала за соответствующий временной период, а не случайное увеличение или уменьшение рыночной цены ценной бумаги под влиянием каких-то рыночных или внерыночных событий.

В отличие от спекулянта инвестор покупает ценную бумагу сразу как капитал, т. е. как такой товар, полезность которого состоит в приносимом им процентном или дивидендом доходе и в увеличении акционерного капитала стечением времени. Отсюда неизбежно проистекает долгосрочность инвестиционной операции, так как капиталу необходимо время, чтобы произвести доход и возрасти в результате процесса его производства.

Практическая неразделимость спекуляции и инвестирования кроется в том, что любой участник рынка стремится по возможности получить сразу все виды доходов по ценной бумаге: и инвестиционные, и спекулятивные. Для него совершенно безразличны вид, характер и сроки получения дохода, потому что значение имеет лишь доход сам по себе, а не то, как он получен и в каком виде. Собственно, в этом и проявляется экономическая сущность капитала — получение дохода безразлично к его конкретным формам и способам получения.

Виды инвесторов и спекулянтов. Инвесторов принято классифицировать следующим образом:

- по юридическому статусу:
 - физические (частные) лица;
 - корпоративные инвесторы — это коммерческие организации, специализирующиеся на производстве товаров и услуг и одновременно осуществляющие инвестиции в ценные бумаги за счет собственных свободных денежных средств;
 - коллективные инвесторы — это коммерческие организации, осуществляющие инвестиции в ценные бумаги за счет привлеченных денежных средств от физических и юридических лиц;
 - государство как инвестор;
- по цели:
 - стратегические инвесторы — это инвесторы, стремящиеся получить контроль над управлением акционерными обществами;

— портфельные инвесторы — это инвесторы, имеющие своей целью получение доходов от своих инвестиций.

Спекулянтов обычно подразделяют:

- в зависимости от сроков спекулятивных операций:
 - внутридневные спекулянты («скалперы») — это спекулянты, которые специализируются на краткосрочных колебаниях рыночных цен (совершают свои операции в очень короткие сроки — в течение нескольких минут или часов);
 - однодневные спекулянты — это спекулянты, которые специализируются на дневных колебаниях рыночных цен;
 - позиционные («долгосрочные») спекулянты — это спекулянты, которые специализируются на колебаниях цен за достаточно продолжительные периоды времени, например, недели, месяцы;
- в зависимости от уровня риска, на который идет спекулянт:
 - трейдер — это спекулянт, который при проведении операции рассчитывает ее риск и устанавливает для себя его допустимые пределы;
 - игрок — это спекулянт, который согласен на любой, даже неограниченный риск при осуществлении спекулятивной операции.

Виды инвестиционных и спекулятивных операций. Строго говоря, общепринятой классификации инвестиционных операций не существует, и вместо нее имеет место классификация инвестиционных портфелей ценных бумаг (см. раздел 6.9).

В свою очередь, спекулятивные операции подразделяются на:

- *простые* — это спекулятивные операции, представляющие собой разделенное во времени сочетание покупки и продажи одной и той же ценной бумаги одним и тем же спекулянтом по рыночным ценам на моменты заключения сделок;
- *операции спрэд* — это спекулятивные операции, представляющие собой комбинации из простых спекулятивных операций, имеющих разную направленность.

Простая спекуляция. Простые спекулятивные операции классифицируются в зависимости от:

I) характера операции:

- *операции «быков»*, т. е. операции, совершаемые спекулянтами в расчете на повышение рыночной цены в будущем. Суть операции состоит в том, что сначала ценная бумага покупается, а затем через какое-то время продается по более высокой цене, если прогноз спекулянта оправдался.

ся. В противном случае спекулянт понесет убыток при продаже ценной бумаги;

- *операции «медведей»*, т. е. операции, совершаемые спекулянтами в расчете на снижение рыночной цены в будущем. Суть операции состоит в том, что сначала ценная бумага продается, а затем через какое-то время выкупается, но по более низкой цене, чем цена ее продажи. Если прогноз спекулянта оправдался, то он получает прибыль. В противном случае операция принесет спекулянту убыток;

2) источника спекулятивного капитала (в форме денежных средств или ценных бумаг):

- *операции за счет собственного капитала* спекулянта — это спекулятивные операции, осуществляемые за счет денежного капитала (денежных средств) спекулянта или принадлежащих ему ценных бумаг;
- *операции за счет заемного капитала* — это спекулятивные операции, осуществляемые за счет заемного денежного капитала (денежной ссуды) или ценных бумаг, взятых в займы. Данные операции в зависимости от способа получения заемного капитала могут быть разделены на:
 - операции, для которых заемный капитал привлекается с использованием тех или иных гарантий (залог, поручительство и др.) или на доверительной основе;
 - *операции репо* — это операции, осуществляемые с привлечением заемного капитала путем *временной* продажи ценных бумаг, принадлежащих спекулянту, или их *временной* покупки им;
- *маржинальные операции* — это спекулятивные операции, которые осуществляются за счет комбинации собственного денежного капитала спекулянта (маржи) и заемного капитала в форме денег или ценных бумаг.

Модель прибыли (убытка) по простой спекулятивной операции:

$$П = Ц_{п} - Ц_{п\text{ок}}, \quad (6.6)$$

где $П$ — прибыль в случае, если $Ц_{п}$ больше $Ц_{п\text{ок}}$, или убыток, если $Ц_{п\text{р}}$ меньше, чем $Ц_{п\text{ок}}$;
 $Ц_{п\text{р}}$ — цена продажи ценной бумаги на рынке;
 $Ц_{п\text{ок}}$ — цена покупки ценной бумаги на рынке.

Например, спекулянт рассчитывает на повышение рыночной цены акции в ближайшее время. Он покупает эту акцию по текущей цене, например за 100 руб. Через несколько дней его прогноз оправдывается, и цена возрастает до 120 руб. за акцию. Спекулянт продает ранее купленную акцию и получает спекулятивную прибыль в размере 20 руб. (120 руб. — 100 руб.). Если его прогноз окажется неверным и цена не **повысится** в должной мере или даже снизится ниже уровня цены покупки акции, то выбор спекулянта обычно сводится к следующему. Либо ему приходится ждать и надеяться на рост цены в дальнейшем, и тогда его капитал омертвляется в акции, лишая спекулянта возможности дальнейшего спекулирования и, соответственно, необходимых ему доходов от своей спекулятивной деятельности. Поэтому, как правило, спекулянт продает акцию в установленный поданной операции срок, пусть даже с какими-то потерями, которые он обычно заранее планирует, и затем осуществляет новую спекулятивную операцию с учетом опыта предыдущей (предыдущих) операции.

Операции спрэд. Данные операции обычно классифицируются:

- ГО виду рынка:
 - *внутрибиржевые спрэды* — это операции спрэд с ценными бумагами на одной бирже;
 - *межбиржевые спрэды* — это операции спрэд с ценными бумагами на разных биржах;
- по видам ценных бумаг:
 - *внутригрупповые спрэды* — это операции спрэд с ценными бумагами одного вида или одной подгруппы;
 - *межгрупповые спрэды* — это операции спрэд с ценными бумагами разных видов (стран и т.п.).

Модель прибыли (убытка) по операции спрэд.

$$П = П_б + П_м, \quad (6.7)$$

где $П$ — прибыль (убыток) по операции:

$П_б$ — прибыль (убыток) по операции «быка»;

$П_м$ — прибыль (убыток) по операции «медведя».

Операция спрэд состоит в одновременном проведении как операции «быка», так и операции «медведя» по выбранным двум ценным бумагам, динамика цен по которым, по мнению спекулянта, как-то взаимосвязана. Он исходит из того, что в случае изменения их рыночных цен рост цены одной ценной бумаги окажется боль-

ше, чем падение иены другой ценной бумаги, или наоборот. Поэтому прибыль от одной из операций обязательно перекроет по его расчетам возможный убыток от другой операции.

Операции спрэд очень сложные с точки зрения их обоснования, прогнозирования, и на рынке ценных бумаг они используются намного реже, чем, например, на рынках производных инструментов.

6.8.2. Спекуляция с привлечением заемных средств, или маргинальная торговля

Экономическая целесообразность привлечения заемных средств.

Подобно тому, как капитал большинства коммерческих организаций состоит из собственного и заемного капитала, спекулятивный капитал активно формируется за счет не только собственных средств спекулянта, но и привлечения им капитала других участников рынка. Капитал привлекается либо в форме денежных средств, либо в форме самих ценных бумаг, необходимых спекулянту для его работы на рынке.

Экономическая целесообразность использования заемного капитала вытекает из эффекта финансового рычага, суть которого состоит в том, что заемный капитал приносит прибыль в том же размере, что и собственный капитал, но процент, уплачиваемый за его пользование, существенно меньше, чем приносимая им прибыль. Или, выражаясь иначе, работает совокупный капитал, а большая часть приносимой им прибыли достается в данном случае спекулянту.

Пример (условный).

А. Спекулянт использует только собственный капитал:

- покупает акцию за 100 руб. своих денег;
- через 5 дней перепродает эту акцию за 100,2 руб.;
- **чистая прибыль спекулянта** составляет 0,2 руб. (100,2 руб. — 100 руб.); норма доходности за этот же период времени равняется 0,2% (0,2руб.: 100 руб. x 100%), а в расчете на год доходность составляет 14,4% (0,2% x 360 дн.: 5 дн.).

Б. Спекулянт использует собственный капитал в размере 100 руб. и заемный капитал в размере 100 руб., за пользование которым в течение 5 дней он обязался выплатить 0,1 руб. (или примерно 7% годовых):

- покупает 2 акции по цене 100 руб. за шт. на общую сумму 200 руб. (из которых 100 руб. — его собственный капитал, а 100 руб. — заемный);

- через 5 дней перепродает эти акции по возросшей цене 100,2 руб. за шт. на общую сумму 200,4 руб.;
- прибыль от спекулятивной операции составляет 0,4 руб. (200,4 руб. - 200 руб.), но норма доходности операции за этот же период времени остается неизменной — 0,2% (0,4 руб.: 200 руб. x 100%), или в расчете на год доходность составляет 14,4% (0,2% x 360 дн.: 5 дн.);
- **чистая прибыль спекулянта** от проведенной им операции составляет 0,3 руб. (0,4 руб. — 0,1 руб.), так как он возвращает не только заемные 100 руб., но еще и набежавший по ним процент в размере 0,1 руб., как это было предусмотрено условиями ссуды. Норма доходности спекулятивной операции для спекулянта за 5 дней возрастает в полтора раза — до 0,3% (0,3 руб.: 100 руб. x 100%), или в расчете на год доходность составляет **21,6%** (0,3% x 360 дн. : 5 дн.).

Итак, очевидно, что использование заемного капитала на приемлемых условиях позволяет спекулянту существенно увеличивать и абсолютные размеры получаемой им прибыли, и доходность своего капитала в целом. Однако следует всегда помнить, что в случае убытка от спекулятивной операции, проведенной с использованием заемного капитала, этот убыток в абсолютном и относительном выражении возрастает в той же пропорции по сравнению с ситуаций, которая имела бы место в случае использования спекулянтом только собственного капитала. Финансовый рычаг в спекулятивных операциях есть «обоюдоострый» инструмент.

Маржинальные сделки. В соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» *маржинальная сделка* — это сделка, совершаемая с использованием денежных средств и/или ценных бумаг, переданных брокером взаем клиенту.

Сущность маржинальной сделки состоит в том, что клиент (как спекулянт) может осуществлять свои операции на рынке с привлечением заемного капитала от своего брокера в форме или денежного капитала (денежных средств), или ценных бумаг в зависимости оттого, на какой динамике рыночных цен он собирается получить спекулятивный доход. Собственные средства клиента в данного рода сделках называются «маржой», и они всегда представляют собой только денежные средства клиента, но не его ценные бумаги.

На рынке ценных бумаг действует упрощенный порядок предоставления такого рода займов по сравнению с порядком их получения, например, в банке. Документом, удостоверяющим заем брокера своему клиенту, является отчет брокера о совершении маржинальной сделки.

Виды маржинальных сделок. В зависимости от формы предоставляемого в заем капитала существуют два вида маржинальных сделок:

- **короткая покупка** — это сделка, осуществляемая с привлечением заемного капитала в форме денежных средств. Это всегда покупка ценной бумаги, так как деньги требуются лишь для покупки, но не для продажи ценной бумаги. В этом случае брокер дает кредит клиенту в виде денежных средств;
- **короткая продажа** — это сделка, осуществляемая с привлечением заемного капитала в форме ценных бумаг. Это всегда продажа ценных бумаг, поскольку взятые займы у другого участника рынка ценные бумаги можно только продать (а не купить на них новые ценные бумаги). В этом случае брокер дает клиенту кредит в виде ценных бумаг.

Короткие покупки используются в спекулятивной торговле, нацеленной на ожидаемый рост рыночных цен на рынке ценных бумаг, или при «бычьем» рынке.

Короткие продажи используются в спекулятивной торговле, нацеленной на ожидаемое снижение рыночных цен на рынке ценных бумаг, или при «медвежьем» рынке.

Понятие и виды маржи. Термин «маржа» достаточно широко распространен на рынке и в зависимости от сферы его использования может иметь разные определения.

Понятие «маржи» в маржинальной торговле на рынке ценных бумаг следующее: **маржа** — это собственные денежные средства клиента (его денежный капитал), участвующие в маржинальной сделке.

Маржа клиента по отношению к брокеру представляет собой гарантийный денежный депозит, который клиент передает брокеру в обеспечение своих текущих и возможных будущих обязательств по маржинальной сделке. Нельзя отождествлять (смешивать) маржу с кредитом, который предоставляет брокер клиенту в случае маржинальной сделки.

С учетом обеспечения исполнения клиентом (спекулянтом) своих обязательств по возврату кредита брокеру в зависимости от изменения рыночной цены ценной бумаги и итогов маржинальной операции существуют несколько видов маржи.

1. **Начальная, или первоначальная, маржа** — это величина собственного денежного капитала, необходимая для осуществления маржинальной сделки в соответствии с действующим законодательством. Например, в нашей стране уровень пер-

воначальной маржи установлен в размере 60%, а в США — 50%. Очевидно, что чем выше уровень начальной маржи, тем меньшую заинтересованность имеет спекулянт в проведении маржинальных операций, поскольку его возможности по привлечению заемного капитала сужаются. Профессиональный торговец вправе устанавливать для своих клиентов более высокие требования по начальной марже, но не вправе их снижать.

Первоначальная маржа рассчитывается по формуле

$$M_n = C / Ц_0 \times 100\%, \quad (6.8)$$

где M_n — начальная маржа, %;
 C — собственные денежные средства клиента, вложенные в сделку;
 $Ц_0$ — общая стоимость маржинальной сделки в момент ее заключения.

2. **Фактическая маржа** — это доля собственного денежного капитала клиента в стоимости маржинальной сделки на текущую дату. Она ежедневно рассчитывается отдельно для каждого вида маржинальных сделок, но ее общая суть такова:

$$M_\phi = C_\phi / Ц_\phi \times 100\%, \quad (6.9)$$

где M_ϕ — фактическая маржа, % на текущую дату;
 C_ϕ — собственные денежные средства клиента в капитале сделки на текущую дату;
 $Ц_\phi$ — общая стоимость маржинальной сделки на текущую дату.

Если уровень фактической маржи превышает уровень начальной маржи, то это означает, что клиент (спекулянт) располагает избыточной маржой, которую он может использовать либо для совершения новых (дополнительных) маржинальных сделок, либо для уменьшения размера кредита брокера.

Уровень фактической маржи может быть ниже уровня начальной маржи, но он не может опуститься ниже уровня минимальной маржи.

3. **Минимальная маржа** — это предельно допустимый уровень собственного денежного капитала (собственных средств) в стоимости маржинальной сделки. В России уровень минимальной маржи установлен в размере 30%, в США — 25%, т. е. в половинном размере от уровня начальной маржи.

Если ценовая ситуация на рынке сложилась таким образом, что доля собственных денежных средств клиента уменьшилась до уровня минимальной маржи (или даже ниже), то брокер вправе потребовать от клиента восполнить недостаток своего гарантийного депозита. В противном случае брокер имеет право самостоятельно продать часть ценных бумаг клиента (при короткой покупке) или выкупить необходимое количество ценных бумаг за счет имеющихся на маргинальном счете денежных средств клиента (при короткой продаже).

- 4. Вариационная маржа, или маржа поддержки,** — это сумма денежных средств, которую клиент должен довести на маргинальный счет, чтобы выполнить требование брокера по восстановлению своего гарантийного депозита (уровня маржи). Вариационная маржа определяется в виде разницы между требуемым брокером уровнем маржи и его фактическим уровнем, вытекающим из фактической ситуации на рынке (из фактического уровня рыночной цены).

Короткая покупка. Короткая покупка — это покупка ценной бумаги с использованием кредита брокера. Данная сделка есть первая часть спекулятивной операции, которая совершается в расчете на дальнейший рост рыночных цен и через некоторое время завершается продажей ранее купленных ценных бумаг.

При короткой покупке денежные средства клиента и брокера объединяются в заданной пропорции и используются в качестве единой суммы денег для приобретения нужного количества ценных бумаг. Купленные бумаги до их продажи учитываются (хранятся) на маргинальном счете брокера, который постоянно отслеживает долю денежных средств клиента в их рыночной стоимости, т. е. рассчитывает уровень фактической маржи.

Исходное балансовое равенство при короткой покупке (в расчете на единицу ценной бумаги) имеет следующий вид:

$$C_{\phi} = M_{\phi} \cdot C_{\phi} + (1 - M_{\phi}) C_0, \quad (6.10)$$

или применительно к российским условиям:

$$C_{\phi} = M_{\phi} \cdot C_{\phi} + 0,4 C_0, \quad (6.11)$$

где C_{ϕ} — текущая рыночная цена ценной бумаги;
 M_{ϕ} — фактическая маржа;
 M_{ϕ} — начальная маржа (60% или 0,6 на российском рынке);
 C_0 — цена покупки ценной бумаги при заключении сделки.

Суть данного равенства состоит в следующем. Брокер предоставил кредит клиенту в размере 0,4 от цены покупки ценной бумаги (в общем случае — в размере разницы между ценой покупки и начальной маржой клиента). Если рыночная цена ценной бумаги будет возрастать, то ее продажа принесет прибыль, и брокеру свободно вернется его ссуда. Но если рыночная цена начнет снижаться, то ценная бумага будет продана с убытком. Задача брокера состоит в том, чтобы в таком случае бумага была продана раньше, чем ее продажная цена перестанет соответствовать предоставленному им денежному кредиту. Таким образом, нижний предел падения рыночной цены для брокера равен его ссуде, т. е. C не может быть меньше $0,4 C_0$. Любая положительная разница между C и $0,4 C_0$ есть собственные денежные средства клиента, которые количественно в каждый момент времени есть произведение фактической цены на фактический уровень маржи (см. формулу 6.9).

Зная данное балансовое равенство, можно вывести ряд других формул.

Расчет предельного уровня снижения рыночной цены ценной бумаги:

$$C_{\text{мин}} = M_{\text{мин}} \cdot C_{\text{мин}} + (1 - M_{\text{н}}) C_0,$$

или упрощенно эта формула будет выглядеть:

$$C_{\text{мин}} = (1 - M_{\text{н}} \cdot C_0) / (1 - M_{\text{мин}}). \quad (6.12)$$

Применительно к российским условиям имеем:

$$C_{\text{мин}} = 0,3 C_{\text{мин}} + 0,4 C_0,$$

или, подставив численные значения маржи, получим:

$$C_{\text{мин}} = 0,4 C_0 / 0,7 = 0,57 C_0,$$

где $C_{\text{мин}}$ — минимальный уровень, до которого может снизиться текущая рыночная цена при короткой покупке ценной бумаги;

$M_{\text{мин}}$ — установленный уровень минимальной маржи (30% или 0,3 на российском рынке);

$M_{\text{н}}$ — начальная маржа (60% или 0,6 на российском рынке);

C_0 — цена покупки ценной бумаги при заключении сделки.

Итак, применительно к российским условиям, если рыночная цена ценной бумаги снизится до уровня, составляющего примерно 0,57 от начальной цены короткой покупки, то будет достигнут нижний предел обеспеченности маржой (30%), и брокер вправе требовать от клиента доведения необходимой суммы переменной маржи.

Расчет предельного уровня снижения рыночной цены имеет экономический смысл только при короткой покупке, так как в случае роста рыночной цены маржа клиента только возрастает, а не снижается.

Расчет фактического уровня маржи при текущей рыночной цене ценной бумаги при короткой покупке. Формула этого расчета выводится из балансового равенства (6.10):

$$M_{\phi} = [\Pi_{\phi} - (1 - M_{н}) \Pi_0] / \Pi_{\phi}, \quad (6.13)$$

где M_{ϕ} — фактический уровень маржи при текущей рыночной цене в случае короткой покупки;

Π_{ϕ} — текущая рыночная цена ценной бумаги;

$M_{н}$ — начальная маржа (60% или 0,6 на российском рынке);

Π_0 — цена покупки ценной бумаги при заключении сделки.

Применительно к российским условиям $M = 1 - 0,4 \Pi_0 / \Pi$.

Например, если исходная цена акции *при короткой покупке* составляла 100 руб., а текущая цена в данный момент составляет 80 руб., то это означает, что уровень фактической маржи равен: $1 - 0,4 \times 100/80 = 0,5$, или 50%. Это ниже, чем начальная маржа (60%), но еще существенно выше, чем минимально допустимый уровень маржи в 30%. Как было показано выше, этому уровню соответствует снижение цены до уровня 0,57 от Π_0 , или в данном случае до примерно 57 руб. за акцию.

Короткая продажа. Короткая продажа — это продажа ценных бумаг, взятых в долг у брокера. Данная сделка есть первая часть спекулятивной операции, которая совершается в расчете на дальнейшее снижение рыночной цены проданных ценных бумаг и через некоторое время завершается их покупкой («выкупом»).

Короткая покупка всегда совершается за счет денежных средств и клиента, и денежной ссуды брокера, т. е. по существующим правилам покупка ценных бумаг для клиента просто невозможна исключительно за счет ссуды брокера. В отличие от короткой покупки, короткая продажа не является одновременной продажей ценных бумаг и клиента, и брокера, так как у клиента (спекулянта)

этих бумаг для данной вида сделки не может быть по определению. Конечно, клиент в спекулятивных целях может одновременно продать имеющиеся у него ценные бумаги и дополнительно те же самые бумаги, но взятые в долг у брокера. Однако в этом случае имеют место не одна и та же спекулятивная операция на «медвежьем» рынке, а две разные операции: первая — операция самого клиента, а вторая — маргинальная операция, т. е. операция, совершаемая за счет совместного денежного капитала клиента и заемного капитала, полученного от брокера.

При короткой продаже клиент должен внести на маргинальный счет денежную сумму в размере первоначальной маржи и поддерживать ее на уровне не ниже минимально установленного. В результате количество денег на маргинальном счете у брокера после продажи заемных ценных бумаг и внесения маржи клиентом составит:

$$H = C_0 + M_n - C_0, \text{ или } H = (1 + M_n) C_0, \quad (6.14)$$

а в российских условиях $H = 1,6 C_0$,

где H — количество денег на маргинальном счете брокера;

M_n — начальная маржа (60% или 0,6 на российском рынке);

C_0 — цена продажи ценной бумаги при заключении сделки.

В данной формуле C_0 есть не что иное, как денежные средства, полученные от продажи взятой займы ценной бумаги, а $M \cdot C_0$ — это денежные средства, которые клиент внес на маргинальный счет брокера в качестве маржи при короткой продаже.

Например, если ценная бумага, предоставленная займы брокером, была продана за 100 руб., то клиент должен внести на счет брокера еще 60 руб. в качестве маржи. В этом случае всего на счете окажется 160 руб.

В случае, если рыночная цена акции будет снижаться, ее всегда можно будет выкупить по меньшей цене, вернуть брокеру и получить прибыль от операции.

Но если рыночная цена начнет повышаться, т. е. в нашем примере превысит 100 руб., то у брокера возникает проблема количества денег, необходимых для выкупа акции, которые надо обязательно вернуть ее исходному владельцу (поскольку сам брокер обычно не имеет нужной для операции бумаги). Чтобы такой проблемы не возникало, и необходим маржевой взнос клиента в распоряжении брокера. По сути, этот взнос гарантирует, что пока цена акции не достигнет 160 руб., у брокера не будет проблем с ее выкупом, но, естественно, для клиента это означает частичную или полную потерю его капитала.

Расчет предельного уровня повышения рыночной цены ценной бумаги. Данный расчет представляет интерес только для короткой продажи, так как в случае короткой покупки повышение цены ведет к росту прибыли спекулянта и не имеет границ со стороны маржи, и лишь в случае короткой продажи увеличение цены имеет своим пределом маржу клиента.

Чтобы осуществить данный расчет, необходимо приравнять фактическое количество денег на маргинальном счете (Н) к фактической стоимости ценной бумаги на рынке и минимальной марже, т. е. минимальной сумме денежных средств клиента, которая должна иметься на этом счете по правилам. В результате получаем следующее балансовое равенство, отражающее специфику отношений при короткой продаже:

$$H = (1 + M_n) C_0 = C_{\max} + M_{\min} \cdot C_{\max}, \quad (6.15)$$

где H — количество денег на маргинальном счете брокера;
 M_n — начальная маржа (60% или 0,6 на российском рынке);
 C_0 — цена продажи ценной бумаги при заключении сделки;
 C_{\max} — максимально допустимый уровень рыночной цены;
 M_{\min} — минимальный уровень маржи (0,3 на российском рынке).

Преобразуя эту формулу, получаем:

$$C_{\max} = (1 + M_n) C_0 / (1 + M_{\min}). \quad (6.16)$$

Применительно к российским условиям имеем: $C_{\max} = 1,6/1,31] \wedge = 1,23 C_0$. Итак, в российских условиях, если рыночная цена ценной бумаги повысится до уровня, составляющего примерно 1,23 от начальной цены короткой продажи, будет достигнут нижний предел обеспеченности маржой (30%), и брокер вправе требовать от (клиента восстановления необходимого уровня маржи путем внесения клиентом требуемой суммы переменной маржи.

Данная формула может использоваться и для вычисления фактического уровня рыночной цены, если известен уровень фактической маржи. Для этого достаточно вместо предельных значений подставить фактические значения показателей:

$$C_f = (1 + M_n) C_0 / (1 + M_f), \quad (6.17)$$

где C_f — фактическая цена ценной бумаги при короткой продаже;
 M_f — фактическая маржа клиента.

Например, если необходимо определить, какой рыночной цене акции в российских условиях соответствует маржа в размере 50% (т. е. ниже уровня начальной маржи) при начальной цене акции 100 руб., то, подставив эти значения в вышеприведенную формулу, получаем: $P_{\phi} = (1 + 0,6) 100 \text{ руб.} / (1 + 0,5) = 106,7 \text{ руб.}$

Расчет фактического уровня маржи при текущей рыночной цене ценной бумаги при короткой продаже. Формулу этого расчета можно вывести из равенства 6.17:

$$M_{\phi} = [(1 + M_n) P_o - P_{\phi}] / P_{\phi}, \quad (6.18)$$

где M — фактический уровень маржи при текущей рыночной цене в случае короткой продажи;
 P_{ϕ} — текущая (фактическая) рыночная цена ценной бумаги;
 M — начальная маржа (60% или 0,6 на российском рынке);
 P_o — цена продажи ценной бумаги при заключении сделки.
 Применительно к российским условиям:

$$M_{\phi} = 1,6 P_o / P_{\phi} - 1.$$

Например, если исходная цена акции *при короткой продаже* составляла все те же 100 руб., а текущая цена в данный момент выросла до 120 руб., то это означает, что уровень фактической маржи равен: $1,6 \times 100 / 120 - 1 = 0,33$, или 33%. Это намного ниже, чем начальная маржа (60%), и совсем ненамного выше, чем предельно допустимый уровень маржи в 30%. Как говорилось выше, предельно допустимому уровню маржи соответствует повышение цены до уровня 1,27 от P_o , или в данном случае примерно до 127 руб. за акцию.

6.8.3. Операции репо

Понятие. Договор (сделка) репо — это договор (но может быть и совокупность договоров), соединяющий в себе продажу (покупку) ценной бумаги в текущий момент времени и покупку (продажу) этой же ценной бумаги в установленный срок в будущем по ценам, зафиксированным при заключении договора.

Сделка репо, оформленная в виде единого договора, представляет собой разновидность своп-контракта, т. е. договора, в котором для каждой его стороны покупка соединена с продажей (в обычном договоре купли-продажи одна сторона — покупатель, а другая — продавец). Отличие договора репо от своп-контракта как производного инструмента состоит в следующем:

- в сделке репо цены покупки и продажи ценной бумаги заранее фиксированы, а в своп-контракте по крайней мере одна из двух цен является неизвестной (плавающей) на момент заключения своп-контракта;
- в сделке репо происходит перемещение активов, т. е. ценные бумаги реально обмениваются на деньги и обратно. В своп-контракте перемещение активов отсутствует, вместо этого на момент расчета осуществляется выплата разницы между ценами (зафиксированной ценой на момент заключения контракта и рыночной ценой на момент расчета) одной стороной контракта другой.

Операция репос ценными бумагами — это спекулятивная операция на рынке ценных бумаг, осуществляемая на основе предварительного заключения договора (сделки) репо.

С точки зрения источника капитала операция репо — это операция, осуществляемая с привлечением заемного капитала путем временной продажи (покупки) ценных бумаг, т. е. путем заключения сделки репо в качестве начала операции репо на рынке ценных бумаг. Экономическая сущность договора репо состоит в том, что он представляет собой одновременно и продажу (покупку) ценной бумаги, и процесс кредитования.

Модель операции репо на рынке ценных бумаг включает следующие этапы (рис. 6.5).

1-й этап — начало операции на кредитном рынке

Заключение и начало действия договора репо: получение «ссуды» деньгами (временная продажа ценных бумаг) или ценными бумагами (временная покупка ценных бумаг)

2-й этап — проведение спекулятивной операции на рынке ценных бумаг

Спекуляция на рынке ценных бумаг (получение ожидаемого спекулятивного дохода)

3-й этап — завершение операции на кредитном рынке

Завершение договора репо: выкуп ценных бумаг или их обратная продажа

РИС. 6.5. Этапы операции репо на рынке ценных бумаг

Отличие операции репо от маржинальной торговли состоит в следующих основным моментах, которые вытекают из:

- различного механизма привлечения ссудного капитала для проведения спекулятивной операции на рынке ценных бумаг. При маржинальной торговле брокер предоставляет клиенту ссуду деньгами или ценными бумагами таким образом, что эта ссуда постоянно находится под его личным управлением благодаря механизму маржевого счета (требований по марже). В случае операции репо ссуда полностью переходит в собственность клиента, который самостоятельно (как говорят, «на свой страх и риск») распоряжается полученными по сделке репо деньгами или ценными бумагами;
- отсутствия требования обязательного участия собственного капитала в операции репо на рынке ценных бумаг. При маржинальной торговле спекулянт просто обязан в размере маржи финансировать спекулятивную сделку на рынке ценных бумаг. В случае операции репо спекулянт может целиком полагаться на взятый взаймы капитал (денежный или ценные бумаги) и не обязан подключать к сделке дополнительно свой собственный капитал. (Он, конечно, может привлекать для спекуляции любые свои ресурсы, но это не носит обязательного характера, предписанного правовыми нормами рынка.) Маржинальная торговля просто невозможна без участия собственного капитала клиента, а спекуляция на основе договора репо вполне возможна. Операция репо требует наличия собственного капитала на стадии заключения договора репо, но не на стадии спекуляции с ценной бумагой на рынке.

Операция репо и кредитование. Операция репо на рынке ценных бумаг представляет собой симбиоз кредитной операции и спекулятивной операции. При этом сама кредитная операция является рыночной модификацией кредитования денежными средствами или ценными бумагами посредством самих же ценных бумаг.

Основные отличия кредитования посредством **договора репо** от банковской ссуды состоят в следующем:

- при кредитовании под залог ценных бумаг они остаются в банке в качестве залога, но не переходят в его собственность. В случае операции репо ценные бумаги переходят на время операции в полную собственность покупателя;
- кредитовать может только банк, а давать ссуду в обмен на ценную бумагу или в форме ценной бумаги может любой участник рынка, располагающий свободными денежными средствами или требуемыми ценными бумагами;

- условия операции репо могут отличаться от условия кредитования с точки зрения уровня процентного дохода по ссуде. Обычно процентная ставка по договору репо ниже, чем по кредитному договору (или рыночная процентная ставка по сделкам репо ниже рыночной процентной ставки при кредитовании);
- операция репо может означать предоставление ссуды как в денежной форме, так и в форме ценной бумаги, а банковское кредитование есть форма кредитования только в денежной форме.

Расширение спекулятивных возможностей благодаря сделкам репо. Возможны два типа спекулятивных операций в зависимости от того, владеет спекулянт ценной бумагой или нет.

Спекуляция, основанная на владении ценной бумагой. Если спекулянт имеет в своем распоряжении ценную бумагу, то у него есть три варианта получения «спекулятивного» дохода по ней:

- 1) при падении цен на рынке — продать ценную бумагу по текущей цене, а затем через какой-то срок выкупить ее по более низкой цене. В результате ценная бумага возвращается к спекулянту, и кроме того, он получает прибыль от операции в виде разницы между более высокой продажной ценой и более низкой ценой покупки;
- 2) при росте цен на рынке. Для спекуляции необходимы денежные средства, которые можно получить двумя способами:
 - взять денежную ссуду в банке;
 - временно продать свою ценную бумагу, например, банку с правом выкупа ее по более высокой цене, чем она продана.

На полученные деньги совершается спекуляция «быка», т. е. покупается ценная бумага на рынке, а затем перепродается по более высокой цене. Главное, чтобы спекулятивный доход превышал процентный доход по ссуде или потерю от временной продажи ценной бумаги банку;

- 3) отдать свою ценную бумагу в займы и получить процентный доход за нее, как по обычной ссуде. (Речь идет не о процентном доходе по ценной бумаге, который начисляется на нее эмитентом, а о процентном доходе, который выплачивается за нее должником, т. е. лицом, которое взяло ее в долг.) В отличие от денежной ссуды ценная бумага может быть отдана в ссуду двумя способами:

- путем оформления обычного договора займа с предоставлением соответствующих гарантий со стороны должника;
- путем заключения договора о временной продаже ценной бумаги с последующим выкупом ее по более низкой цене. Разница в ценах продажи и покупки и составит процентный доход владельца ссужаемой ценной бумаги.

Спекуляция в условиях отсутствия ценной бумаги. Если у спекулянта отсутствует необходимая ему ценная бумага, то у него есть следующие варианты получения «спекулятивного» дохода:

- 1) при повышении цен на рынке: купить ценную бумагу по текущей цене, а затем через какой-то срок продать ее по более высокой цене. В результате у спекулянта по-прежнему отсутствует ценная бумага, но он получает прибыль от операции в виде разницы между более высокой продажной ценой и более низкой ценой покупки;
- 2) при снижении цен на рынке. Чтобы получить прибыль на «медвежьем» рынке, спекулянт должен временно владеть ценной бумагой. У него есть две возможности временно получить нужную ему ценную бумагу:
 - путем оформления обычного договора займа с предоставлением соответствующих гарантий со своей стороны и с уплатой положенного процентного дохода за время владения ценной бумагой как ссуженным капиталом;
 - путем заключения договора о временной покупке ценной бумаги с последующей продажей ее по более низкой цене. Разница в ценах продажи и покупки составит процентный доход владельца ссужаемой ценной бумаги.

Получив одним из указанных способов ценную бумагу, спекулянт сначала продает ее на рынке, а затем через какое-то время выкупает по более низкой цене. Его спекуляция окажется успешной, если спекулятивный доход превысит уплаченный процент или разницу в ценах по договору о временной покупке ценной бумаги;

- 3) наконец, спекулянт, владеющий свободным денежным капиталом, сам может отдать его в займы и получить процентный доход по нему, как по обычной ссуде. Он может отдать этот свой капитал в ссуду двумя способами:
 - путем оформления обычного договора займа с предоставлением соответствующих гарантий со стороны должника;
 - путем заключения договора о временной покупке ценной бумаги у другого участника рынка с последующим выкупом ее у него по более высокой цене.

Спекулятивный доход участника рынка в обоих случаях есть процентный доход, но в случае договора займа этот процентный доход не имеет отношения к рынку ценных бумаг. В случае же договора о временной покупке доход спекулянта прямо связан с ценной бумагой и представляет собой разницу между более высокой ценой выкупа у него ценной бумаги и более низкой ценой ее покупки им.

Типы репо. Существуют два типа договоров репо в зависимости от вида капитала, которым располагает участник рынка, и того, что является для него предметом ссуды:

- **репорт, или репо,** — это временная продажа ценной бумаги по установленной цене и последующая покупка ее через установленный срок в будущем. Данный договор существует в двух видах:
 - **прямое репо** — временная продажа ценной бумаги по установленной цене и последующая покупка ее через установленный срок в будущем по цене, превышающей цену продажи. *Это есть форма кредитования денежным капиталом* (под отчуждаемые на время ценные бумаги). Это есть форма кредитования *владельца ценных бумаг со стороны банка или другого участника рынка*. В данном случае владелец ценной бумаги получает необходимый ему на время денежный капитал, который он возвращает с «процентами» впоследствии путем выкупа своих ценных бумаг по более высокой цене, чем продажная цена;
 - **обратное репо** — временная продажа ценной бумаги по установленной цене и последующая покупка ее через установленный срок в будущем по цене, ниже цены продажи. *Это есть форма кредитования ценными бумагами как ссужаемым капиталом*. Это есть форма кредитования *владельцем ценных бумаг других участников рынка*. В данном случае покупатель ценной бумаги получает необходимые ему на время ценные бумаги, которые он возвращает с «процентами» впоследствии путем выкупа своих ценных бумаг у кредитора по более низкой цене, чем продажная цена;
- **депорт, или депо,** — это временная покупка ценной бумаги по установленной цене и последующая продажа ее через установленный срок в будущем. Договоры депо тоже существуют в двух видах:
 - 1) **прямое депо** — временная покупка ценной бумаги по установленной цене и последующая продажа ее через установленный срок в будущем по цене ниже, чем цена по-

купки. *Это есть форма кредитования спекулянта капиталом в форме ценных бумаг.* Такие операции тесно связаны со спекулятивными операциями, основанными на коротких продажах ценных бумаг. В данной операции владелец денежных средств получает на время необходимые ему ценные бумаги, на которых он собирается получить спекулятивный доход. Через оговоренный срок он продает (возвращает) их исходному владельцу по более низкой цене, чем цена покупки, и тем самым как бы уплачивает причитающийся владельцу ценной бумаги процентный доход на капитал, существующий в форме этих ценных бумаг. Цель спекулянта состоит в том, чтобы спекулятивный доход на рынке ценных бумаг превысил «плату» за заемные ценные бумаги;

- 2) **обратное депо** — временная покупка ценной бумаги по установленной цене и последующая продажа ее через установленный срок в будущем по цене выше, чем цена покупки. *Это есть форма кредитования денежным капиталом со стороны самого «спекулянта»,* который непосредственно не выходит на рынок ценных бумаг, но тем не менее желает получить доход от разницы в ценах с ценными бумагами. В данном случае владелец денежных средств предоставляет их в займы путем временной покупки ценных бумаг, но через оговоренный срок он снова продает их исходному владельцу, только по более высокой цене, чем цена покупки, и тем самым как бы получает причитающийся ему как кредитору процентный доход на свой денежный капитал. Внешне это выглядит как обычная спекуляция — купил ценную бумагу по низкой цене, а продал ее по более высокой. Но дело в том, что, как и в случае обратного репо, доход спекулянта, во-первых, не есть доход, полученный с рынка ценных бумаг, а во-вторых, этот доход заранее фиксирован в договоре обратного депо и не является результатом изменения рыночной цены, как это имеет место при рыночной спекуляции. Такого рода доход по ценной бумаге можно было бы назвать вне рыночным спекулятивным доходом.

В формализованном виде модели данных типов договоров репо можно изобразить следующим образом:

- **прямое репо** — это временная продажа ценной бумаги по цене $C_{пр}$ и последующая покупка ее по цене $C_{пок}$ при условии, что $C_{пок} > C_{пр}$.

Цель — получение займы денежных средств.

Процентный доход *уплачивает* продавец ценной бумаги;

- **обратное репо** — это временная продажа ценной бумаги по цене $\Pi_{пр}$ и последующая покупка ее по цене $\Pi_{пок}$, при условии, что $\Pi_{пок} < \Pi_{пр}$.

Цель — предоставление займы ценных бумаг.

Процентный доход *получает* продавец ценной бумаги;

- **прямое депо** — это временная покупка ценной бумаги по цене $\Pi_{пок}$ и последующая продажа ее по цене $\Pi_{пр}$ при условии, что $\Pi_{пок} > \Pi_{пр}$.

Цель — получение займы ценных бумаг.

Процентный доход *уплачивает* покупатель ценной бумаги;

- **обратное депо** — это временная покупка ценной бумаги по цене $\Pi_{пок}$ и последующая продажа ее по цене $\Pi_{пр}$ при условии, что $\Pi_{пок} < \Pi_{пр}$.

Цель — предоставление займы денежных средств.

Процентный доход *получает* покупатель ценной бумаги.

В целом сравнительные особенности операций (договоров) репо приведены в табл. 6.2.

Таблица 6.2

Сравнительные особенности операций репо

Показатель	Репорт	Репорт	Депорт	Депорт
	Прямое репо	Обратное репо	Прямое депо	Обратное депо
1. Форма договора	Продажа/покупка	Продажа/покупка	Покупка/продажа	Покупка/продажа
2. Соотношение цен	Цена продажи меньше цены покупки	Цена продажи больше цены покупки	Цена покупки больше цены продажи	Цена покупки меньше цены продажи
3. Предмет ссуды	Денежный капитал	Ценные бумаги	Ценные бумаги	Денежный капитал
4. Должник	Продавец ценной бумаги	Покупатель ценной бумаги	Покупатель ценной бумаги	Продавец ценной бумаги
5. Кредитор	Покупатель ценной бумаги	Продавец ценной бумаги	Продавец ценной бумаги	Покупатель ценной бумаги
6. Получатель процентного дохода по договору	Временный покупатель ценной бумаги	Владелец ценной бумаги (временный продавец)	Владелец ценной бумаги (временный продавец)	Временный покупатель ценной бумаги
7. Еид дохода	Разница в ценах	Разница в ценах	Разница в ценах	Разница в ценах
8. Сущность дохода	Процентный доход	Процентный ДОХОД	Процентный доход	Процентный доход
9. Обратная операция (противоположный договор)	Обратное депо	Прямое депо	Обратное репо	Прямое репо

Рассмотрим увязку операции репо со спекуляцией на рынке ценных бумаг на примере использования договора прямого репо.

Спекуляция на основе договора прямого репо. Заключение договора прямого репо владельцем ценной бумаги означает одновременное заключение договора обратного депо для его контрагента.

Данная операция заключается при наличии «бычьего» рынка ценной бумаги. Экономический смысл такого рода операции состоит в том, что участник рынка, имеющий в своем распоряжении ценную бумагу, желает получить спекулятивную прибыль от роста цены этой бумаги, но при этом он по каким-то причинам не желает расставаться с ней. Например, если это облигация, то ее владелец хочет продолжать получать по ней процентный доход, а если это акция, то она нужна ему, чтобы иметь необходимое количество голосов на собрании акционеров.

Техника операции будет заключаться в следующем. Владелец, например, акции прогнозирует ее существенный рост в течение какого-то периода времени, например 6 месяцев. Теоретически он может взять нужную сумму денег в долг у банка и совершить ту же спекулятивную операцию. Но банк деньги просто так не даст. Он потребует гарантий, например, залог тех же самых купленных ценных бумаг, но это делает невозможным их последующую продажу до погашения кредита, либо установит высокую ставку процента по ссуде, которая сведет к нулю всю прибыль от операции, и т.п.

Продажа акции банку (или иному участнику рынка, располагающему свободным капиталом) с последующим ее выкупом у банка означает, что спекулянт получит необходимый ему для операции денежный капитал, а для банка означает наличие у него акции в качестве гарантии предоставленной им ссуды.

Общая модель спекулятивной операции прямого репо

(получение денежной ссуды путем временной продажи ценной бумаги)

Л. Момент начала операции:

- 1) заключение сделки репо на временную продажу ценной бумаги стороной А стороне В по согласованной цене ($C_{и}$):

Передача ценной бумаги (временная продажа по цене $C_{пр}$)

Сторона А _____ Сторона В

Передача денег (временная покупка ценной бумаги по цене C)

2. Далее владелец акции действует в качестве спекулянта на рынке ценных бумаг. Он покупает новую акцию на рынке по текущей цене 100 руб.

Окончание операции (через 6 месяцев)

3. Действия спекулянта на фондовом рынке: прогноз оказался верным, и цена акции возросла до 110 руб. Спекулянт продает акцию за 110 руб. и тем самым имеет спекулятивную прибыль в размере 10 руб. на вложенный капитал.

4. Завершает операцию репо — выкупает у банка свою акцию по ранее установленной цене 105 руб.

5. Чистый итог операции репо и спекуляции на рынке ценных бумаг: плата за денежную ссуду банку составила 5 руб., спекулятивный доход составил 10 руб., чистый доход владельца акции, которая к нему вернулась, составляет 5 руб., или 5% за полугодие, или 10% годовых.

6.8.4. Арбитражные операции

Понятие. *Арбитражная операция на рынке ценных бумаг, или арбитраж*, — это спекулятивная операция, основывающаяся на временной ситуации множественности рыночных цен на одну и ту же ценную бумагу. Участник рынка, осуществляющий арбитражную операцию, называется *арбитражером*.

Цель спекулятивной операции — получение дохода в виде разницы в рыночных ценах, которая неизвестна на момент начала операции. Эта разница в ценах может иметь место по одной ценной бумаге (товару) или по их группе и основываться на различиях цен во времени и в пространстве и т.п.

Арбитражная операция представляет собой лишь один из вариантов спекуляции, для которого характерно наличие обязательного (объективного), или безрискового, дохода. Арбитражные операции относятся к группе безрисковых, а точнее, малорисковых операций. В этом смысле арбитражные операции еще называют безрисковыми спекулятивными операциями.

Арбитражная операция основывается на том непреложном факте, что одна и та же ценная бумага в один и тот же момент времени не может одновременно иметь несколько разных рыночных цен, если на то у нее нет внутренних оснований. Когда такое случается, то возникает возможность осуществления арбитражных операций, которые возвращают ценовую ситуацию на рынках к единообразию. Иначе говоря, *причиной арбитражных операций является нарушение рыночного принципа единства цены на один и тот же товар*.

Общая модель арбитражной операции. Модель арбитражной операции совершенно аналогична спекулятивной операции: во всех случаях цена продажи должна быть больше цены покупки.

Различие между ними состоит лишь в основе операции. В спекулятивной операции основой является субъективный прогноз участника рынка по поводу возможного изменения рыночной цены актива, в арбитражной операции — отклонение текущей рыночной цены от ее единообразного уровня.

Неразличимость арбитражных и спекулятивных операций часто проистекает из того, что рыночная цена ценной бумаги по определению не имеет объективной, или стоимостной, основы, так как ценная бумага не есть вещественный товар. Участник рынка сам пытается выявить характерный для данного отрезка времени «нормативный» уровень цены ценной бумаги, и если его расчет оказывается правильным, то он получает прибыль от спекулятивных операций без особого риска.

Бесспорными арбитражными операциями на рынке ценных бумаг являются операции, которые основываются не на поиске отклонений рыночной цены от ее «объективной» основы, а на различиях рыночных цен одной и той же ценной бумаги.

Виды арбитражных операций на рынке ценных бумаг. Рыночная цена любого товара может различаться в зависимости от:

- времени. В этом случае различают текущую цену, или цену спот, и будущую цену, или форвардную цену, ценной бумаги. Это есть основа временного арбитража. **Временной арбитраж** — это арбитраж, основанный на различиях рыночной цены во времени;
- рынка. Одна и та же ценная бумага может обращаться на разных биржах и даже на рынках в разных странах. Это есть основа пространственного арбитража. **Пространственный арбитраж** — это арбитраж, основанный на различиях рыночной цены одного и того же инструмента на разных, или пространственно обособленных, рынках этого же инструмента;
- рыночного инструмента. Одна и та же ценная бумага часто существует сама по себе. Кроме того, на ее основе может быть выпущена вторичная ценная бумага, например, опцион эмитента на акцию или американская депозитарная расписка, или могут развиваться производные инструменты и т.д. Это есть основа межрыночного арбитража. **Межрыночный арбитраж** — это арбитраж, основанный на нарушениях в объективных соотношениях рыночных цен инструментов, базирующихся на одной и той же ценной бумаге.

Возможность арбитражных операций на рынке ценных бумаг главным образом имеет место в силу двух последних факторов: различий в рынках и инструментах.

Временной арбитраж на фондовом рынке практически не существует, так как на нем отсутствуют общепринятые котировки по форвардным контрактам на ценные бумаги, а имеются лишь котировки цен слот. На рынке ценных бумаг на разнице в ценах во времени в основном базируются спекулятивные операции.

Теоретически в основе временного арбитража лежит принцип единства рыночной цены на один и тот же рыночный актив во времени, если таковой имеет место применительно к этому активу.

Пространственный арбитраж становится возможным, если имеет место временное нарушение того правила, что одна и та же ценная бумага должна иметь одну и ту же цену независимо от того, где она пространственно обращается. Если цена материального товара обычно различается в зависимости от рынка его реализации, хотя бы потому, что товар необходимодоставить вместо потребления, то цена ценной бумаги не зависит от того, на какой бирже она котируется. Нарушение единства цены ценной бумаги на разных рынках делает возможным и необходимым проведение арбитражных операций, которые вновь приводят к восстановлению этого единства.

Межрыночный арбитраж проистекает из взаимосвязи цены ценной бумаги с ценами всех производных от нее рыночных инструментов. Если материальный товар не может иметь никакой потребительной стоимости, отличной от его собственной, то ценная бумага как фиктивный товар может иметь множество рыночных форм существования, так как у нее вообще нет присущей ей материальной формы. Например, акция может существовать в форме и американской депозитарной расписки, и фьючерсного контракта на нее, и опционного свидетельства и т.д. Поскольку в основе всех других ее рыночных форм лежит одна и та же акция, постольку рыночные цены на все эти инструменты обычно имеют в каждый данный момент времени определенную внутреннюю взаимосвязь. Если последняя вдруг нарушается, то вступают в действие арбитражные операции, и эта рыночная взаимосвязь восстанавливается. Нарушение единства цены ценной бумаги во всех ее рыночных проявлениях, т. е. в рыночных инструментах, является основой межрыночного арбитража.

Пространственный арбитраж. Одна и та же ценная бумага часто обращается сразу на нескольких фондовых биржах внутри страны или на биржах других стран мира. Тем не менее ее рыночная цена,

приведенная к единой валюте, обычно примерно одинакова. Если вдруг в результате соотношения спроса и предложения цена на одном рынке существенно отклонится от цены другого рынка, то появляется возможность для проведения арбитражной операции. Покажем это на простейших условных примерах,

Пример 1. Предположим, что на бирже А рыночная цена акции составляет 100 руб., а на бирже Б цена этой же акции повысилась до 105 руб.

Арбитражная операция будет заключаться в следующем:

- покупается акция на бирже А за 100 руб.;
- затем эта же акция продается на бирже Б за 105 руб.;
- безрисковый доход составит 5 руб. (105 руб. — 100 руб.).

Пример 2. Предположим, что на бирже А рыночная цена акции составляет 100 руб., а на бирже Б цена этой же акции снизилась до 95 руб.

Арбитражная операция будет заключаться в следующем:

- покупается акция на бирже Б за 95 руб.;
- затем эта же акция продается на бирже А за 100 руб.;
- безрисковый доход составит 5 руб. (100 руб. — 95 руб.).

Межрыночный арбитраж. Возможность данного рода арбитража возникает тогда, когда между ценой исходной ценной бумаги и ценой основанного на ней инструмента существует достаточно определенное соотношение. Например, рыночная депозитарная расписка на акцию связана с ценой акции через формулу 3.6:

$$C_{\text{АДР}} = n C_a / K,$$

где $C_{\text{АДР}}$ — цена АДР в долларах за 1 шт.;

C_a — рыночная цена российской акции на российском рынке за 1 шт., руб.;

n — количество российских акций, входящих в пакет одной АДР;

K — курс рубля к доллару.

Зная данное соотношение между ценами акции и АДР на нее, необходимо постоянно отслеживать отклонения цены акции или АДР друг от друга, и если оно появляется, то можно совершить арбитраж. Покажем это на условном примере.

Пример 3. Исходные условия: рыночная цена акции в России составляет 100 руб., курс рубля к доллару — 30 руб. за 1 долл., 1 АДР равна 2 акциям. В этом случае цена 1 АДР на американском рынке должна составлять 6,67 долл. (2 шт. \times 100 руб.: 30 руб.).

Предположим, что на американском рынке цена 1 АДР увеличилась до 7 долл. Относительно дешевой в данном случае стала российская акция, и ее необходимо покупать.

Арбитражная операция будет заключаться в следующем:

- покупаются 2 акции на российском рынке по цене 100 руб. за акцию;
- в соответствии с действующим порядком эти акции депонируются, а вместо них выпускается 1 АДР и продается на американском рынке по цене 7 долл., которые перечисляются покупателю акций в России;
- российский арбитражер обменивает полученные 7 долл. на рубли по курсу и получает 210 руб. (7 долл. x 30 руб.);
- безрисковый доход составит 10 руб. (210 руб. — 200 руб.).

Пример 4. Исходные условия те же. Но теперь предположим, что на российском рынке цена акции увеличилась до 110 руб. Следовательно, относительно дешевой является АДР, и ее необходимо купить.

Арбитражная операция (в расчете на 1 АДР) будет заключаться в следующем:

- арбитражер продает на российском рынке 2 акции по цене 110 руб. за шт. и покупает на эти деньги 7,33 долл. (220 руб.: 30 руб.);
- в соответствии с действующим порядком эти акции изымаются из обращения, и вместо них на американском рынке выпускается 1 АДР. Арбитражер покупает 1 АДР по цене 6,67 долл.;
- безрисковый доход составит 0,66 долл. (7,33 долл. — 6,67 долл.), но вместо 2 российских акций у арбитражера теперь будет их американский эквивалент в виде 1 АДР.

Проблемы получения арбитражного дохода. Как хорошо видно из приведенных условных примеров, получение арбитражного дохода в полном размере связано с рядом проблем, от которых мы абстрагировались. Эти проблемы состоят в следующем:

- необходимо учитывать всевозможные комиссионные расходы (они еще называются «транзакционными» расходами) по операции, которые забирают существенную часть арбитражной прибыли и соответственно ограничивают экономическую целесообразность их проведения. Арбитражная операция оправдана, если арбитражная прибыль превышает всю сумму расходов, связанную с ней. Из этого вытекает важный вывод о том, что на самом деле в практике цена одной и той же акции может несколько различаться на разных рынках в пределах размеров затрат на арбитраж, приходящихся на 1 акцию;

- арбитражные действия всегда разорваны во времени, в силу чего возникают определенные риски того, что цены могут измениться быстрее, чем арбитражер осуществит свою персональную операцию. В неблагоприятном случае даже арбитражная операция может принести убыток вместо прибыли;
- арбитражные операции могут включать внешние по отношению к данной операции риски, например валютный риск, который тоже может помешать осуществить арбитраж в той мере, в какой рассчитывал участник рынка.

Способы получения и виды доходов по ценной бумаге. Подытоживая рассмотренные операции на рынке ценных бумаг, можно дать следующую классификацию способов получения и соответствующих им видов доходов от владения ценной бумагой и операций с ней (табл. 6.3).

Таблица 6.3

Способы получения и виды дохода по ценной бумаге

<i>Способ получения дохода по ценной бумаге (операция с ценной бумагой)</i>	<i>Вид дохода по ценной бумаге</i>
Начисление дохода эмитентом в виде дивиденда или процентного дохода	Дивиденд по акциям, процент по облигациям
Спекуляция на рынке ценных бумаг:	Спекулятивный доход:
а) за счет собственных средств	в виде разницы между ценой продажи и ценой покупки на рынке
б) маржинальная торговля	в виде разницы между спекулятивным доходом на рынке ценных бумаг и платой за заемный капитал, предоставленный брокером
в) операции репо	в виде разницы между спекулятивным доходом на рынке ценных бумаг и разницей в ценах, уплачиваемой по договору репо
Отдача ценной бумаги в ссуду (кредитование других участников рынка посредством ценной бумаги)	Процентный доход (плата за ссуженный капитал в форме ценной бумаги)
Арбитраж на рынке ценных бумаг	Безрисковый доход в виде разницы в рыночных ценах на одну и ту же ценную бумагу

6.9. Инвестиционный процесс и управление инвестиционным портфелем

Взаимосвязь процессов инвестирования и управления. Инвестиционные операции, или кратко — инвестирование, в большей степени связаны с процессом управления ценными бумагами, чем спекулятивные операции. С внешней стороны дела это связано с тем, что спекуляция обычно носит краткосрочный характер, а инвестирование, наоборот, долгосрочный. Естественно, что роль процессов управления для коротких промежутков времени несравненно меньше и относительно проще, чем для длительных.

С точки зрения существа дела различное отношение к управлению в случае спекуляции и инвестирования заключается в наличии в последнем случае двух качественных моментов:

- *управление процессом владения ценной бумагой как капиталом.* Суть спекуляции с позиций управления состоит в управлении процессами обращения ценной бумаги на рынке. В этом случае спекулянт владеет ценной бумагой лишь как товаром и управляет ею так же, как если бы он управлял обычным товаром в процессе его обращения. Суть инвестирования состоит в наличии продолжительной стадии владения ценной бумагой как капиталом, а потому основной упор делается на управление в процессе владения ценной бумагой. Ценная бумага есть капитал, или собственность, приносящий доход, а потому он (она) нуждается в управлении не только на начальной (и конечной) стадии инвестирования, т. е. в процессе приобретения ценных бумаг в собственность (обоснование количества и видов приобретаемых ценных бумаг, выбор оптимальный сроков выхода на рынок, выбор рыночных посредников и т.п.) (или в процессе отчуждения), но и на стадии использования ценной бумаги в качестве капитала. Стадия владения по определению инвестирования гораздо продолжительнее тех стадий, которые выполняются непосредственно на рынке ценных бумаг, но дело, естественно, заключается не в продолжительности стадии как таковой, а в ее содержании. В течение всего срока владения капиталом он должен тем или иным образом управляться его собственником. Например, инвестор должен вовремя получать причитающиеся ему по ценным бумагам доходы, отслеживать права собственности на них и защищать их от притязаний других лиц, пользоваться правами, вытекающими из конкретной ценной бумаги, и т.п.

В противном случае всегда есть риск потерять этот капитал по разным причинам;

- *управление процессом владения ценными бумагами как портфелем.* Конкретная или отдельная спекулятивная операция одновременно совершается с очень ограниченным числом видов ценных бумаг, чаще всего с определенным количеством какого-то одного вида акций или облигаций. Инвестирование, как правило, связано с приобретением достаточно большого числа самых разнообразных ценных бумаг: акций, облигаций и др. Естественно, что управление такой совокупностью ценных бумаг, или их портфелем, не идет ни в какое сравнение с управлением одним или двумя активами. В связи с этим возникла целая наука управления инвестиционным портфелем.

Двойственный характер портфеля ценных бумаг. Ценная бумага выпускается в обращение ее эмитентом и переходит в собственность инвестора. В этом смысле любая ценная бумага имеет отношение и к эмитенту, и к инвестору.

Эмиссионный портфель ценных бумаг — это совокупность ценных бумаг, выпущенных данным эмитентом.

Инвестиционный портфель ценных бумаг — это совокупность разных ценных бумаг, принадлежащих данному инвестору, т. е. лицу, которое вложило в ценные бумаги свой капитал (в денежной или иной форме).

С общеэкономической точки зрения совокупный эмиссионный портфель, или эмиссионный портфель всех эмитентов, ничем не отличается от совокупного инвестиционного портфеля как портфеля ценных бумаг всех инвесторов. На практике количественные размеры совокупного эмиссионного и инвестиционного портфелей могут не совпадать по причинам учетного (бухгалтерского) порядка.

Что же касается эмиссионных портфелей отдельных эмитентов и инвестиционных портфелей отдельных инвесторов, то они, как правило, никогда не соответствуют друг другу.

Основные характеристики инвестиционного портфеля ценных бумаг. Инвестиционный портфель ценных бумаг представляет собой капитал в форме совокупности разнообразных ценных бумаг, принадлежащих юридическому или физическому лицу.

Основными характеристиками инвестиционного портфеля как капитала являются:

- общая рыночная стоимость ценных бумаг (по текущим ценам);

- виды ценных бумаг, входящие в портфель, и их количество;
- доходность капитала, представляемого данным портфелем;
- ликвидность составляющих его ценных бумаг;
- риск портфеля и риски составляющих его ценных бумаг и др.

Главное отличие инвестиционного портфеля от владения единичной ценной бумагой основывается на том, что целое всегда имеет свойства, которые отсутствуют у его части. Инвестиционный портфель — это совокупность разных ценных бумаг, а потому в нем могут быть достигнуты такие рыночные характеристики совокупной доходности и общего риска, которые не могут быть достигнуты владением определенным количеством лишь одной ценной бумаги одного и того же эмитента.

Понятие инвестиционного процесса. «Инвестирование», «инвестиционная операция» и «управление инвестиционным портфелем» на рынке ценных бумаг — часто употребляемые понятия в процессе инвестирования. Возможны разные подходы к разграничению и субординации перечисленных понятий с позиций ценных бумаг. Обычно под инвестированием понимается лишь процесс вложения денежных средств в ценные бумаги. В этом контексте инвестирование есть начальная стадия инвестиционной операции. Управление портфелем ценных бумаг имеет явную принадлежность к стадии владения ценной бумагой в инвестиционной операции. Однако управление портфелем включает и неизбежные операции с ценными бумагами на рынке, например, их продажу из портфеля и их покупку в портфель. Эти операции совершаются в течение срока владения портфелем ценных бумаг, а потому данная стадия сама превращается в совокупность инвестиционных операций на рынке с отдельными ценными бумагами, входящими в состав инвестиционного портфеля.

Инвестиционный процесс — это процесс формирования и управления инвестиционным портфелем ценных бумаг. Он имеет место по отношению к портфелю в целом, а не к отдельной ценной бумаге, входящей в его состав. Та или иная ценная бумага может то входить в состав портфеля в том или ином количестве, то исключаться из него. Главное состоит в том, что неизменной (или все возрастающей) является величина капитала, представленного ценными бумагами инвестиционного портфеля. Судьба отдельной ценной бумаги и совершаемые с ней операции на рынке ценных бумаг не имеют никакого самостоятельного значения. В этом смысле можно утверждать, что, например, спекулятивные операции на рынке есть всего лишь составной элемент инвестиционного про-

цесса, как для отдельного инвестиционного портфеля, так и на рынке ценных бумаг в целом.

Сущность управления инвестиционным портфелем. Экономической сущностью управления инвестиционным портфелем является придание капиталу, вложенному в ценные бумаги, таких рыночных характеристик, которые недостижимы с позиции отдельной ценной бумаги, а возможны только при их целевом комбинировании (сочетании).

Основными целями управления инвестиционным портфелем являются:

- устойчивость заданного уровня дохода;
- возрастание стоимости портфеля (капитала);
- комбинация перечисленных целей.

Эти цели достигаются за счет:

- правильного формирования и своевременного обновления портфеля;
- получения доходов от ценных бумаг, составляющих инвестиционный портфель:
 - выплачиваемых доходов (процентов, дивидендов);
 - доходов от спекулятивных и арбитражных операций;
- минимизации возможных рыночных рисков, удержания их на заданном уровне;
- снижения операционных затрат, связанных с владением портфелем и операциями с входящими в него ценными бумагами, и др.

В зависимости от цели формирования инвестиционного портфеля ценных бумаг различают портфели роста, портфели дохода и их комбинации.

Инвестиционный портфель роста — это портфель, формируемый из ценных бумаг, рыночные цены которых возрастают с течением времени. Цель данного вида портфеля — это увеличение совокупного капитала инвестора, воплощенного в ценных бумагах.

Возможны следующие разновидности данного портфеля в зависимости от стратегии инвестора:

- *портфель агрессивного роста* — это портфель роста, нацеленный на максимально возможный прирост капитала. В него входят в основном акции быстрорастущих компаний, вложения в которые являются рискованными, но зато цены их акций могут быстро и сильно возрастать;
- *портфель консервативного роста* — это портфель роста, нацеленный на поддержание первоначального размера капитала и его постепенное увеличение без существенного рис-

ка. Такой портфель в основном составляют акции хорошо известных компаний, цены на которые медленно увеличиваются;

- *комбинированный портфель роста* — это портфель роста, в котором сочетаются свойства двух предыдущих видов портфелей. В него включаются и надежные ценные бумаги, и высокорисковые ценные бумаги, состав которых находится под пристальным вниманием управляющего портфелем. Данный вид портфеля роста обычно является наиболее распространенным по самой природе ценной бумаги, т. е. различному сочетанию их уровней риска.

Портфель дохода — это инвестиционный портфель, целью которого является получение в заданном размере начисляемого дохода по ценным бумагам — процентных и дивидендных выплат. Возможны следующие разновидности данного портфеля:

- *портфель регулярного дохода* — это портфель дохода, цель которого — получение среднего уровня дохода на капитал при минимальном уровне риска;
- *портфель доходных бумаг* — это портфель дохода, имеющий своей целью получение высокого уровня дохода при среднем уровне риска. Такой портфель обычно состоит из высокодоходных облигаций корпораций или вообще ценных бумаг, приносящих высокий доход при допустимом с точки зрения данного инвестора уровне риска.

Портфель роста и дохода — это инвестиционный портфель, представляющий собой комбинацию из портфелей роста и дохода.

В зависимости от вида актива, на котором специализируется инвестиционный портфель, могут быть сформированы следующие виды портфелей:

- *портфель денежного рынка*, состоящий из краткосрочных ценных бумаг, прежде всего векселей и других подобных бумаг;
- *портфель государственных ценных бумаг и ценных бумаг государственных структур*, включающий государственные и муниципальные ценные бумаги и обязательства. Обычно имеет минимальный совокупный риск. Обеспечивает инвестору доход от владения данными ценными бумагами, который не облагается налогами или облагается налогами в меньшей степени, чем корпоративные ценные бумаги;
- *портфель ценных бумаг конкретных отраслей промышленности (экономики)*, специализированный на ценных бумагах эмитентов, относящихся к одной и той же отрасли экономи-

ки, и отраслей, связанных между собой по технологическому или иному принципу;

- *портфель иностранных ценных бумаг*, специализированный на ценных бумагах иностранных компаний одной или разных стран;
- *конвертируемый портфель*, состоящий преимущественно из конвертируемых ценных бумаг (конвертируемых привилегированных акций, конвертируемых облигаций), которые могут быть обменены на соответствующие ценные бумаги в будущем. Такой портфель дает возможность получать время от времени дополнительный доход за счет конвертации на выгодных для инвестора условиях.

Управление портфелем ценных бумаг. Поскольку портфель ценных бумаг является инвестированным в ценные бумаги капиталом, приносящим доход и имеющим всевозможные риски, присущие рынку, постольку им необходимо управлять. В противном случае возрастает вероятность его потери или понесения крупных убытков. Управление портфелем осуществляет либо сам его владелец, либо он поручает это профессиональному посреднику фондового рынка.

Методы управления портфелем ценных бумаг. Методы управления инвестиционным портфелем принято делить на активные и пассивные:

- *активное управление портфелем* — это управление, связанное с внесением изменений в его размеры и структуру на основе движения рыночных цен и рыночных характеристик ценных бумаг, направленное на выполнение целей инвестора. Активное управление при определенных обстоятельствах может приносить лучшие результаты по сравнению с другими стратегиями управления, но оно требует больших операционных затрат, которые оправданы лишь в случае крупного портфеля, управляемого профессиональным рыночным управляющим;
- *пассивное управление портфелем* — это управление, нацеленное на сохранение портфеля в более-менее неизменном виде в течение определенного периода времени независимо от каждодневных изменений рыночной конъюнктуры. Обычно пассивное управление самим портфелем сочетается с его хеджированием на рынках производных финансовых инструментов.

Способы инвестирования в ценные бумаги. Условно способы инвестирования подразделяются на стратегические и тактические:

- *стратегическое инвестирование* — это инвестирование средств в целые классы рыночных активов. Такой подход еще называется инвестированием «сверху вниз»;
- *тактическое инвестирование* — это инвестирование в отдельные виды ценных бумаг, имеющихся на рынке. Данный подход еще называется инвестированием «снизу вверх».

Основные этапы управления инвестиционным портфелем. Обычно выделяют следующие этапы, свойственные процессу управления вообще и управлению портфелем ценных бумаг в частности:

- 1-й этап — определение инвестиционной политики, постановка целей и задач, которых инвестор желает достичь, приобретая ценные бумаги, определение желаемого уровня дохода от инвестиций в сочетании с уровнем риска, на который согласен инвестор.
- 2-й этап — анализ ценных бумаг и рынка ценных бумаг в целом. Подобного рода анализ, осуществляемый на постоянной основе, принято называть «мониторингом» рынка.
- 3-й этап — формирование инвестиционного портфеля, в основном путем приобретения на рынке в примерно заданных количествах и по примерно заданным ценам отобранных в ходе анализа ценных бумаг.
- 4-й этап — систематическая оценка инвестиционного портфеля сточки зрения достижения поставленных целей: сравнение различными способами рыночных характеристик сформированного портфеля с теми его характеристиками, которые желал бы иметь инвестор. Значение данной оценки особенно возрастает в периоды существенных изменений цен на фондовом рынке.
- 5-й этап — корректировка (пересмотр) портфеля в связи с существенными изменениями на рынке, если, по мнению инвестора, они носят продолжительный характер.

Методы портфельного анализа и прогнозирования. В практике существуют два главных метода анализа рынка:

- *метод фундаментального анализа* — это метод анализа и прогнозирования рынка, основанный на выявлении и изучении экономических закономерностей и факторов формирования рыночных цен и других рыночных характеристик. В его основе лежат определение «истинной» стоимости ценной бумаги и сравнение ее с текущей рыночной ценой. Данный метод используется в основном для целей относительно долгосрочного, перспективного прогнозирования цен, процентных ставок, валютных курсов и др.;

- *метод технического анализа* — это метод анализа и прогнозирования рыночных цен, основанный на использовании математических и графических методов безотносительно к экономическим факторам, определяющим динамику рыночных показателей. Он применяется для практических нужд непосредственных торговцев на рынке и, прежде всего, для краткосрочных прогнозов рыночных цен и т.п.

Модель формирования инвестиционного портфеля. В основе любой модели формирования инвестиционного портфеля лежит идея его диверсификации.

Диверсификация — это распределение инвестиций между разными активами; это вложение средств инвестора в разные ценные бумаги.

Существует классический пример, доказывающий полезность диверсификации портфеля ценных бумаг. Пусть существуют две фирмы: одна производит солнцезащитные очки, вторая — зонты. Инвестор вкладывает половину денежных средств в акции компании «Очки», а другую половину — в акции компании «Зонты». Результат такой диверсификации представим в табличной форме:

Условия погоды	Норма дохода (E) по акциям «Очки», %	Норма дохода (E_j) по акциям «Зонты», %	Норма дохода по портфелю $E_n = 0,5E_o + 0,5E_z$
Дождливая	0	20	10
Нормальная	10	10	10
Солнечная	20	0	10

Обозначения:

E_o — доходность акции компании, производящей очки;

E_z — доходность акции компании, производящей зонты;

E_n — совокупная доходность всего портфеля. Это сумма доходностей от акций компании «Очки» и акций компании «Зонты», взвешенных по их долям в портфеле инвестора, которые в обоих случаях равны 0,5 от общего размера стоимости портфеля.

Таким образом, правильная диверсификация портфеля усредняет различия доходности ценных бумаг отдельных компаний и позволяет иметь стабильный доход независимо (почти независимо) от изменения ситуации на рынке.

Способы диверсификации инвестиций. Вариантов диверсификации инвестиций существует достаточно много, но обычно вопрос упирается в наличие и доступность для данного инвестора необхо-

димых ему ценных бумаг по устраивающим его ценам. Диверсификация может включать покупку:

- разных видов ценных бумаг;
- ценных бумаг компаний, относящихся к разным отраслям или сферам экономики;
- ценных бумаг компаний, располагающихся в разных регионах страны;
- одинаковых ценных бумаг, но эмитируемых разными компаниями;
- ценных бумаг компаний, расположенных в разных странах;
- акций компаний, имеющих собственный хорошо диверсифицированный портфель ценных бумаг;
- акций компаний с высокой степенью диверсификации их хозяйственной деятельности и т.д.

Основные правила диверсификации портфеля ценных бумаг. Разработка научной модели формирования портфеля ценных бумаг началась с 50-х гг. XX в. на основе совершенно нового подхода к понятию «рыночный риск». В качестве измерителя рыночного риска использовалось среднеквадратическое отклонение (дисперсия) доходности ценной бумаги от ее среднего значения, определяемого за тот или иной промежуток времени. Экономически это равнозначно тому, что понятие риска включает не только возможные потери от изменения цены ценной бумаги по сравнению с ее прогнозируемым уровнем, но и возможный дополнительный доход. В основе такого понимания риска лежит тот факт, что на рынке всегда убыток одного торговца означает, что кто-то другой получил прибыль. Невозможно, чтобы все участники рынка одновременно имели убыток или чтобы все одновременно имели прибыль.

На основе проведенных исследований было установлено, что:

- *минимальный уровень риска диверсифицированного портфеля зависит от минимальных уровней рисков составляющих его ценных бумаг.* Значение данного вывода состоит в том, что если в инвестиционном портфеле собраны самые рискованные бумаги, то и риск портфеля в целом будет обязательно высок, несмотря на любые другие предпринимаемые инвестором меры;
- *риск диверсифицированного портфеля меньше суммы рисков входящих в него ценных бумаг, если их рыночные цены относительно слабо коррелируют между собой.* Диверсификация портфеля состоит не просто в том, чтобы вложить средства в разные ценные бумаги. Ее суть в том, чтобы купить ценные бумаги, однонаправленные изменения цен которых мало

связаны между собой, или, как это показано выше на примере полезности диверсификации, еще лучше, если динамика изменения их цен прямо противоположна. При такой диверсификации снижение цен по одной ценной бумаге сопровождается меньшим снижением цен по другим ценным бумагам инвестора, а по каким-то ценным бумагам, может, даже имеется и прибыль;

- *невозможно одновременно увеличивать доходность портфеля и уменьшать его риск.* Только фиксируя один из двух критериев — риск или доходность, — можно максимизировать или минимизировать другой показатель инвестиционного портфеля;
- » *риск инвестиционного портфеля состоит из диверсифицируемого и недиверсифицируемого рисков.* Первый — это риск, которого можно избежать путем правильной диверсификации портфеля ценных бумаг, его еще обычно называют «специфическим» или «несистематическим». Второй — это риск, который нельзя уменьшить никакими рыночными методами диверсификации, это неснижаемый риск по инвестиционному портфелю в целом (как и по отдельной ценной бумаге). Обычно этот риск еще называют «рыночным» или «систематическим».

6.10. Капитализация фондового рынка

Понятие. *Капитализация фондового рынка* — это денежная (стоимостная) оценка капитала, существующего в форме обращающихся на рынке ценных бумаг, прежде всего акций и облигаций.

Величина капитала, представляемого ценными бумагами, определяется как произведение количества эмитированных (размещенных) бумаг на их текущие рыночные цены. При данном количестве выпущенных в обращение акций (облигаций) абсолютная капитализация рынка определяется уровнем соответствующих цен, а в относительном обобщенном виде ее изменение — увеличение или снижение — отражается в динамике фондовых индексов.

Поскольку в основе рыночной цены ценной бумаги в конечном счете лежит капитализация приносимого ею чистого дохода, постольку капитализация рынка в своей основе есть суммарная капитализация чистого дохода, связанного с акциями, и процентного дохода, приносимого долговыми ценными бумагами.

Капитализация чистого дохода — это текущая (т. е. имеющая место в каждый данный момент времени) рыночная оценка вели-

чины капитала, приносящего чистый доход, равный ожидаемому чистому доходу.

Капитализация рынка как капитализация представленных на нем компаний. Ценная бумага не существует обособленно от ее эмитента, а потому обращающиеся на рынке ценные бумаги могут быть сгруппированы по их эмитентам. В результате капитализация фондового рынка предстает и как сумма капитализаций, представленных на нем компаний-эмитентов.

На практике, когда говорят о капитализации компании, всегда имеют в виду лишь капитализацию акционерных обществ или совокупную рыночную стоимость размещенных ими акций. Уровень капитализации акционерного общества является показателем его места и роли на фондовом рынке. Самые крупные по размерам капитализации акционерные общества включаются в те или иные фондовые индексы, по которым отслеживаются состояние и перспективы фондового рынка.

Что касается капитализации рынка облигаций, то наибольшее значение имеют, как правило, лишь общий размер данного рынка в сравнении с рынком акций и деление на рынок государственных и рынок корпоративных облигаций.

Капитализация акционерного общества и его рыночная «цена». Капитал акционерного общества имеет несколько форм существования. Он выступает в качестве:

- ***функционирующего капитала*** — это капитал, задействованный в деятельности данной компании. Суммарно он представляет собой сумму собственного и заемного капитала компании;
- ***акционерного капитала*** — это капитал компании, существующий в форме размещенных акций. Это есть текущая рыночная стоимость размещенных акций компании;
- ***рыночной стоимости компании*** — это стоимость собственного и заемного капиталов компании в форме рыночной стоимости размещенных обществом акций и облигаций.

Поскольку рыночная цена акции обычно намного превышает ее номинальную стоимость, постольку акционерный капитал, или капитализация акционерного общества, больше его уставного капитала. Уставный капитал создает новую стоимость, которая частично выплачивается в качестве дивидендов, а частично остается в акционерном обществе и вместе с уставным капиталом образует все возрастающий собственный капитал общества. Последний в качестве возросшего капитала создает большую, чем прежде, прибыль, за счет части которой выплачивается более высокий дивиденд.

денд, а также опять возрастает собственный капитал и т.д. В силу роста (действительного или потенциального) дивидендного дохода возрастает рыночная цена акции, а потому и капитализация компании в форме акционерного капитала.

В отличие от акций рыночная цена облигаций (обычно они выпускаются с фиксированным процентным доходом) с течением времени приближается к своему номиналу, т. е. не имеет, как в случае акций, тенденции к бесконечному росту. Поэтому капитализация процентного дохода по облигациям не приводит к существенному разрыву между размером действительного (функционирующего в компании) ссудного капитала и рыночной его оценкой в форме облигаций.

Понятие «рыночная цена» компании вытекает из имеющихся на рынке процессов «купи-продажи» акционерных обществ в форме различного рода слияний и присоединений («поглощений», «захватов»), В этом случае плата за компанию всегда превышает текущую рыночную стоимость ее акций, т. е. ее капитализацию.

В основе такого рода рыночной цены компании лежит ее рыночная стоимость, т. е. ее капитализация как сумма акционерного и заемного капиталов. Рыночная цена компании объективно должна превышать ее капитализацию примерно на величину экономически обоснованно используемого ею заемного капитала, поскольку рыночная стоимость акций компенсирует только как бы собственный капитал компании, но не заемный. «Покупка» компании есть покупка всего ее капитала, как собственного в форме акций, так и заемного, прежде всего в форме облигаций. В этом и находится глубинная причина того, что при «покупке» акционерного общества в целом рыночная цена его акции возрастает по сравнению с ее рыночным уровнем, существовавшим до момента, когда стало известно о данного рода его «покупке».

Пределы капитализации фондового рынка. Границы капитализации совокупного дохода на фондовом рынке, а значит, и его стоимостного объема в целом вытекают из границ изменения рыночной цены ценной бумаги.

Теоретической нижней границей капитализации фондового рынка является величина чистого собственного капитала акционерных компаний. Если рыночная цена акции в силу каких-то причин упадет ниже представляемого ею чистого собственного капитала, то акционерам будет выгоднее ликвидировать общество и получить в качестве ликвидационной стоимости этот собственный капитал.

Верхняя граница капитализации фондового рынка теоретически отсутствует, так как не существует предела во времени для увеличения рыночной цены акции, а значит, и нет предела для возрастания капитализации рынка акций. Это не означает, что в каждый данный момент времени размер капитализации рынка не может быть установлен, зафиксирован на определенном уровне. Но никто не может заранее сказать, каким будет этот уровень в будущем, поскольку никаких объективных границ для его роста нет вообще.

На практике расширение (или сокращение) масштабов капитализации фондового рынка в будущем не может быть описано в рамках какого-то формального механизма (модели) капитализации чистых доходов по ценным бумагам, например, как отношения совокупного дивиденда к рыночному проценту. Это объясняется тем, что, с одной стороны, в каждый данный момент времени неизвестны как размер будущего совокупного дивиденда, так и усредненная ставка рыночного процента, необходимая для расчета; а с другой — сам рыночный «механизм» капитализации более сложен в силу его сущности, чем простая математическая модель капитализации дохода.

Фондовые кризисы и их роль в экономике. Непосредственное изменение капитализации фондового рынка в целом отражает изменения в соотношении спроса и предложения на ценные бумаги, поскольку ценная бумага — это товар, и ее цена всегда представляет собой большее или меньшее количество денег.

Приток свободных денежных средств на фондовый рынок вызывает рост спроса на ценные бумаги и рост их цен, но, начиная с некоторого момента, может означать и сокращение размеров функционирующего в производстве капитала и последующее уменьшение абсолютных размеров прибыли и, соответственно, дивидендов. Абсолютное сокращение размеров выплат доходов по ценным бумагам рано или поздно проявится в снижении рыночных цен на бумаги, и денежный капитал с фондового рынка начнет перемещаться в производство. В результате прибыли снова возрастут, что приведет к росту цен на акции и т.д.

Рост доходности производства выражается в общем повышении рыночных цен на акции, продолжающемся обычно ряд лет в течение цикла подъема экономики. В периоды спада имеют место снижение цен на акции или отсутствие существенного их роста. Относительная нехватка денежного капитала на рынках функционирующего капитала постепенно сказывается на их эффективности через падение доходности, что и приводит к резкому или посте-

пенному снижению рыночных цен на акции (и другие фондовые ценности). Стоимостные размеры фондового рынка уменьшаются с тем, чтобы через определенное время весь цикл повторился снова. Если имело место сильное падение цен, то говорят о фондовом кризисе, если не очень — то просто об их снижении.

Фондовый кризис — это существенное (общественнозначимое) снижение общего уровня цен на фондовом рынке; это уменьшение рыночной стоимости ценных бумаг; существенное уменьшение капитализации фондового рынка.

Поскольку рыночная цена ценной бумаги есть функция от ее чистого дохода и процесса ее капитализации, постольку и причины фондового кризиса можно выделить в две группы:

- причины, лежащие на стороне функционирующего в производстве общественного капитала, — абсолютное падение его прибылей, сокращение объемов производства и т.п.;
- « причины, лежащие на стороне процесса капитализации, т. е. превращения дохода в капитал. Данный процесс в отличие от процесса производства имеет совершенно абстрактный и субъективный характер. Участники фондового рынка коллективно устанавливают рыночные цены на ценные бумаги. В этом случае завышение рыночной цены акции (в гораздо меньшей степени — облигации) неизбежно, как и ее занижение.

Понятие фундаментального фондового кризиса. Причины первой группы находятся в основе фундаментальных кризисов на фондовом рынке, т. е. кризисов, обусловленных процессами, связанными с функционированием действительного капитала.

Фундаментальный фондовый кризис — это падение капитализации фондового рынка как отражение кризиса в материальном производстве. Такого рода фондовый кризис в XX в. был лишь однажды — в 1929—1933 гг.

В последние десятилетия в развитых странах мира уровень материального благосостояния и денежных доходов населения вырос настолько, что предпосылки для кризисов перепроизводства в материальном производстве, обусловленные низким платежеспособным спросом со стороны широких слоев населения, практически исчезли. Стихийное перепроизводство тех или иных материальных благ теперь чаще всего сопровождается не прямым их насильственным уничтожением (разрушением), как это было в XIX в. Конечно, и в наше время еще случаются локальные кризисы перепроизводства, например сельскохозяйственных продуктов, сопровождаемые их уничтожением. Но в целом в современную эпоху излишек

материальных благ, имеющий место с позиций капитала, уничтожается в цивилизованных формах. С одной стороны, в силу возросших денежных доходов населения это выражается в массовых формах избыточного употребления предметов личного потребления, или в «перепотреблении». Последнее принимает самые разнообразные формы в соответствии с существующими «научными» поверьями, причудами, модой, пристрастиями и другими причинами, возникающими стихийно или специально культивируемыми в целях создания спроса на товары. Например, это выражается в избыточном питании («ожирении» или, наоборот, «борьбе» за похудение), наличии у людей массы ненужных или редкоупотребляемых ими вещей: одежды, предметов домашнего обихода, бытовой и другой техники и т.д., в погоне за средствами роскоши и т.п.

С другой стороны, излишек материальных благ принимает форму «общественно» полезных вещей в виде военного имущества и средств вооружений, бесконечного числа памятников и других аналогичного рода благ, которые не могут быть употреблены человеком ни лично, ни производительно, и поэтому на самом деле он в них не нуждается. Все эти вещи нужны, так сказать, современному человеку, существующему в капиталистической системе хозяйства, но они не нужны (или нужны совсем в иных количествах и видах) действительно разумному человеку.

Образно выражаясь, можно сказать, что если прежде капитализм находился на стадии «недоедания», то современный его этап (в лице, конечно, развитых стран) есть стадия «переедания», которая будет продолжаться до тех пор, пока люди не осознают, что «переедание» на самом деле приносит столь же мало счастья («богатые тоже плачут»), как и его полное отсутствие в условиях «недоедания». Таким образом, «переедание» есть лишь видимость счастья, или фиктивное счастье.

Понятие системного фондового кризиса. Причины, лежащие на стороне процесса капитализации, систематически вызывают кризисы на фондовом рынке. В этом случае существенное падение (обычно в пределах до 10—20% от исходного уровня цен) рыночных цен «оздоравливает» рыночную конъюнктуру на фондовом рынке, «выправляет» перекосы в рыночных ценах на те или иные акции и в целом приводит размеры капитализации фондового рынка в более правильное соответствие с размерами действительного капитала.

Системный фондовый кризис — это существенное снижение капитализации фондового рынка, не связанное с кризисными процессами в материальном производстве.

Системные фондовые кризисы происходят более-менее систематически, повторяясь каждые несколько лет. Относительно небольшие по размерам снижения рыночных цен, которые лучше всего отслеживаются по периодам, когда имеет место падение фондовых индексов, случаются достаточно часто. Падение фондовых индексов в существенных размерах (например, более чем на 10%) происходит значительно реже — примерно раз в 10 или 20 лет.

В целом, если отслеживать динамику рыночных цен по фондовым индексам, то в долгосрочном плане имеет место несомненный рост цен на акции и, соответственно, увеличение объемов капитализации фондового рынка. Причины этого явления коренятся в; росте действительного капитала по мере развития общества и увеличении размеров создаваемой им прибыли. Таким образом, все возрастающему чистому доходу корреспондирует все возрастающая величина фиктивного капитала в форме совокупности рыночных цен акций. Обычно тенденция к росту в динамике фондовых индексов одновременно соответствует хорошему состоянию фондового рынка и экономической конъюнктуры в целом.

Контрольные вопросы

1. Какие виды сделок включает обращение ценных бумаг?
2. С какими целями осуществляется биржевой листинг?
3. Какую роль на фондовом рынке играют рейтинговые агентства?
4. Какой метод торговли чаще всего используется на фондовом рынке?
5. В чем состоят отличия понятия «котировка» от понятия «рыночная цена» ценной бумаги?
6. Какие фондовые индексы являются наиболее известными в мире и в России?
7. Охарактеризуйте общее и различие между инвестированием и спекуляцией на рынке ценных бумаг.
8. Какие виды маржинальных операций существуют на фондовом рынке?
9. Какова цель использования сделок репо на рынке ценных бумаг?
10. На чем основываются арбитражные операции с ценными бумагами?

Глава 7. РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

7.1. Государственное регулирование

Различие между управлением и регулированием. В соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» государство осуществляет регулирование данного рынка, но не управляет им. В этом разделении понятий заложено принципиальное отношение государства к процессам, происходящим на рынке.

В самом общем понимании *управление* — это такие отношения между людьми, которые определяются обязательными указаниями одного лица другому лицу или лицам. Обязательные указания могут проистекать из двух групп отношений между людьми:

- *из отношений подчиненности.* В этом случае управление обычно называется руководством, т. е. когда одно лицо, называемое подчиненным, обязано выполнить указание другого лица, называемого руководителем (или в западном варианте — менеджером). Человеческая деятельность, как правило, есть коллективная деятельность, а коллектив, взятый как единое целое, всегда устроен как подчинение его частей целому. Часть всегда подчинена своему целому, а целое всегда управляет своими частями. Пример из природы: чтобы человек функционировал как единое целое, у него имеется управляющий орган — мозг. Чтобы коммерческая организация функционировала как единое целое, у нее должен быть даже не просто орган управления, а управляющее лицо (единоличное или коллективное);
- *из отношений равенства.* В пределах одной социальной группы все люди равны между собой как общественные субъекты. В современном капиталистическом обществе, а потому и в будущих общественных устройствах, все общество представляет собой единую (однородную) социальную группу. Но при существующих общественных отношениях все люди равны между собой лишь как частные собственники, независимо от наличия у них самой этой собственности (собственно в последнем и коренится неизбежность замены такого рода

общественных отношений на более совершенные). Когда все члены общества равноправны, то управление ими состоит в установлении границ их возможных действий. Такого рода управление и называется регулированием.

Любая сознательно осуществляемая человеческая деятельность (как правило, это есть общественно полезный труд) включает не только процесс управления, но и сама может становиться объектом управления. В этом случае имеет место как бы процесс управления самим управлением, или регулирование как упорядочение какой-то уже имеющей место деятельности.

Регулирование есть управление человеческими отношениями без участия в управлении самими этими отношениями. Например, регулирование купли-продажи ценной бумаги может включать очень многие юридические или даже нравственные моменты, но оно не распространяется на сам процесс купли-продажи. Если участник рынка поставил целью купить ценную бумагу, то он ее купит, т. е. он сам будет управлять процессом ее покупки, но при этом он должен будет соблюсти все имеющиеся на рынке регулятивные нормы.

Управление как регулирование имеет место тогда, когда управляющий субъект непосредственно не участвует в конкретной предметной деятельности и поэтому не входит в состав совокупного работника. Обычно регулируемыми органами являются государство (государственные органы) и общественные организации.

Таким образом, *регулирование* — это управление, нацеленное на установление пределов (границ, правил) осуществления той или иной человеческой деятельности, включая и установление пределов по выбору самих ее целей. Регулирование не ограничивает человеческой деятельности в смысле установления пределов для развития вообще, а устанавливает границы, в которых эта деятельность может осуществляться и развиваться в соответствии с интересами участников рынка. Регулирование ставит пределы, в которых участник рынка ценных бумаг может действовать, но тем самым оно косвенно задает темпы и направленность дальнейшего развития данного рынка.

На протяжении многих столетий развитие рынка происходило стихийно. В начале XX в. под влиянием дошедших до крайности внутренних социальных противоречий и наглядного примера их возможного разрешения в форме, аналогичной социалистической революции в России, в экономически развитых странах началась эпоха активного и систематического государственного вмешательства в рыночные отношения. Стало развиваться государственное

регулирование рыночной экономики, нацеленное на более полное удовлетворение экономических интересов широкого круга членов общества, а не только узкого круга владельцев крупного капитала.

Основные принципы государственного регулирования. Принципы регулирования — это примерно то же, что и аксиомы в математике, т. е. это краеугольные критерии, с которыми должны сверяться практические действия государства по регулированию рынка ценных бумаг. Обычно к таким критериям относятся следующие:

- система регулирования рынком создается только государством в соответствии с поставленными им целями;
- обеспечение единства нормативно-юридической базы регулирования во всех ее аспектах;
- комплексность методов регулирования;
- достижение оптимального сочетания государственного регулирования с общественным саморегулированием рынка ценных бумаг;
- преемственность в регулировании на протяжении длительного времени;
- равенство всех участников рынка как частных собственников перед законом и друг перед другом, недопустимость привилегий как общее правило;
- учет мирового опыта развития и регулирования фондового рынка и др.

Способы государственного регулирования рынка. Государственное регулирование в зависимости от вида инструментов регулирования принято подразделять на:

- *прямое, или административное,* — это государственное регулирование рынка, основанное на юридических нормах, на праве. Оно включает:
 - нормативно-законодательную деятельность;
 - регистрационную деятельность (ведение реестров юридических объектов — юридических и физических лиц, ценных бумаг и др.);
 - разрешительную деятельность (лицензирование, аттестацию);
 - поддержание правопорядка на рынке;
 - выставление требований к участникам рынка, например, по обеспечению гласности, информированию и др.;
- *косвенное, или экономическое,* — это государственное регулирование рынка, основанное на использовании экономических инструментов самого рынка в качестве рычагов регу-

лирования. Такого рода регулирование включает проведение государством:

- определенной денежной политики;
- политики налогообложения;
- политики формирования государственных доходов и направления использования государственных расходов и т.п.;
- политики управления государственной собственностью, в том числе управление имеющимися у государства пакетами акций приватизированных предприятий и др.

В отличие от государственного регулирования рынка в целом, или регулирования макроэкономических процессов, регулирование рынка ценных бумаг по преимуществу является административным, т. е. осуществляется с помощью правовой базы, а не каких-то экономических рычагов, например, управление количеством денег в обращении или установление процентных ставок.

На практике указанные способы регулирования обычно дополняют друг друга.

Организация регулирования рынка ценных бумаг. Система регулирования рынка ценных бумаг включает следующие главные составные части (рис. 7.1):

- создание и совершенствование необходимой нормативно-правовой базы;
- создание органов регулирования рынка;
- организация отбора и допуска юридических и физических лиц в качестве участников рынка ценных бумаг;
- контроль за соблюдением и исполнением нормативно-правовой базы;
- разрешение споров между участниками рынка.



Рис. 7.1. Система регулирования российского рынка ценных бумаг

Система регулирования рынка складывается исторически под влиянием тех проблем, которые накапливаются и требуют своего разрешения, с тем, чтобы, с одной стороны, рынок мог развиваться и дальше, а с другой — чтобы его развитие не противоречило каким-то общественным интересам.

Объекты регулирования. Объектами государственного регулирования (или саморегулирования) на рынке ценных бумаг могут быть участники рынка, его инструменты и совершаемые с ними разнообразные операции (действия), в частности:

- ценная бумага с позиций:
 - юридического статуса;
 - размещения (выпуска);
 - обращения;
 - использования в качестве основы для производных инструментов;
 - налогообложения и др.;
- участники рынка в отношении их:
 - отбора для работы на рынке в том или ином качестве;
 - возможного участия в работе других рынков;
 - защиты в качестве инвесторов от мошенничества и т.п.;
 - налогообложения и т.п.;
- операции с ценными бумагами с позиций:
 - разрешенных видов рыночных операций;
 - совмещения разных видов операций (действий) с ценными бумагами;
 - разрешения имущественных споров;
 - налогообложения и т.п.

Цели государственного регулирования российского рынка ценных бумаг. В наиболее обобщенном виде основными целями государственного регулирования российского рынка ценных бумаг могут быть:

- 1) содействие в создании современного рынка ценных бумаг;
- 2) поддержание эффективности функционирования и дальнейшего развития рынка путем:
 - организации порядка на рынке, нормальных условий для работы на нем;
 - обеспечения условий для рыночного ценообразования на основе действительного спроса и предложения;
 - принятия мер по защите участников рынка от недобросовестной конкуренции, мошенничества и иных противоправных действий;
 - разумного налогообложения всей сферы ценных бумаг;

3) защита общественных интересов, недопущение их ущемления при развитии рынка ценных бумаг.

Основные формы (составные части) государственного регулирования российского рынка ценных бумаг. В соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» государственное регулирование данного рынка осуществляется на основе (рис. 7.2):

- установления обязательных требований к деятельности на рынке ценных бумаг:
 - эмитентов ценных бумаг;
 - профессиональных участников;
 - саморегулируемых организаций;
- установления стандартов эмиссии ценных бумаг;
- государственной регистрации выпусков эмиссионных ценных бумаг (включая регистрацию проспектов ценных бумаг);
- государственной системы контроля за соблюдением эмитентами условий и обязательств по эмитированным ими ценным бумагам;
- лицензирования деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- лицензирования деятельности саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- запрещения и пресечения предпринимательской деятельности на рынке ценных бумаг без соответствующей лицензии;
- создания системы защиты прав владельцев ценных бумаг;

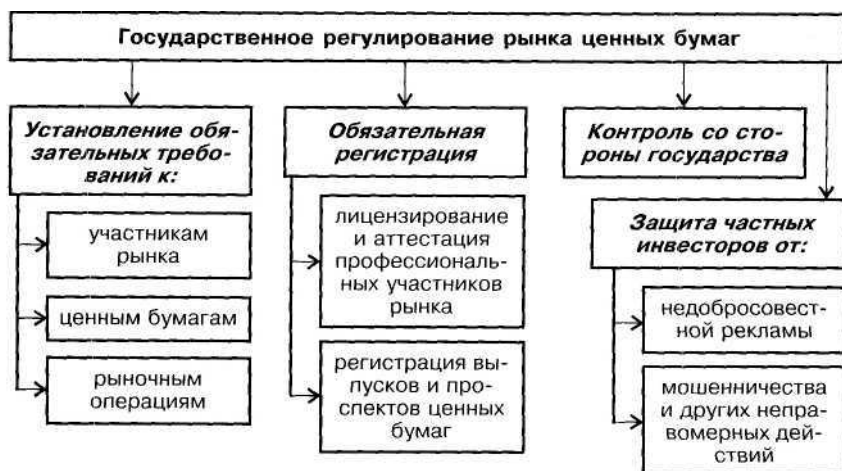


Рис. 7.2. Составные части государственного регулирования российского рынка ценных бумаг

- установления предельных объемов эмиссии ценных бумаг органами государственной власти и местного самоуправления.

Органы регулирования российского рынка ценных бумаг. *Органы регулирования рынка* — это совокупность организаций, осуществляющих рыночное регулирование на основе обязательных (нормативных) и добровольных (этических) правил регулирования.

К органам, осуществляющим регулирование российского рынка ценных бумаг, относятся (рис. 7.3):

- государственные органы исполнительной власти;
- саморегулируемые организации профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- общественные организации, отстаивающие интересы владельцев ценных бумаг. В нашей стране они пока отсутствуют, но на стихийной основе время от времени они возникают, когда имеют место какие-то кризисные ситуации в обществе, как, например, R период прекращения существования «билетов МММ» в первой половине 1990-х гг. и т.п.



РИС. 7.3. Органы регулирования российского рынка ценных бумаг

Правила регулирования рынка ценных бумаг включают:

- нормативно-правовые документы (законы, постановления, инструкции и другие правовые документы);
- обязательства осуществления предпринимательской деятельности профессиональными участниками рынка ценных бумаг, добровольно принимаемые ими;
- обычаи делового оборота и национальные традиции.

Государственные органы регулирования. К органам регулирования рынка ценных бумаг относятся все органы государственной власти: президент, правительство, министерства и иные органы исполнительной власти.

Специализированным государственным органом, осуществляющим всестороннее регулирование рынка корпоративных ценных бумаг, является федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг, функции которого возложены на Федеральную службу по финансовым рынкам. Однако она осуществляет регулирование не только рынка ценных бумаг, но и других финансовых рынков.

Федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг — это государственная организация, призванная проводить государственную политику в области рынка ценных бумаг, контролировать деятельность профессиональных участников данного рынка путем определения порядка их деятельности и устанавливать стандарты эмиссии ценных бумаг.

Федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг представляет собой совокупность центрального органа и территориальных организаций, охватывающих все основные регионы России.

В настоящее время данный орган регулирования российского рынка ценных бумаг не существует в качестве самостоятельного (обособленного) органа государственной исполнительной власти, а все его функции и полномочия сосредоточены в **Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР)**.

Полномочия федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, а потому и ФСФР, не распространяются на эмиссию долговых обязательств федерального правительства и ценных бумаг субъектов РФ. Поэтому вторым важнейшим органом непосредственного регулирования рынка ценных бумаг является **Министерство финансов РФ**. Оно не просто регулирует, но и управляет рынком государственных ценных бумаг, поскольку в его лице совмещаются функции как регулятора рынка, так и эмитента ценных бумаг.

Основные функции федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг. Регулирующий федеральный орган по рынку ценных бумаг в лице ФСФР осуществляет следующие основные функции:

- разрабатывает основные направления развития рынка ценных бумаг;
- координирует деятельность всех других федеральных органов исполнительной власти по вопросам регулирования данного рынка;
- утверждает стандарты эмиссий ценных бумаг и стандарты проспектов ценных бумаг;
- утверждает порядок государственной регистрации проспектов ценных бумаг, выпусков ценных бумаг и отчетов об их итогах;
- разрабатывает и утверждает требования к правилам осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- устанавливает обязательные требования к операциям с ценными бумагами, в том числе операциям размещения, обращения, расчетно-депозитарным операциям, порядку ведения реестра;
- устанавливает порядок, осуществляет лицензирование профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и ведет реестр этихлицензий;
- устанавливает порядок, осуществляет лицензирование и ведет реестр саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- определяет стандарты деятельности инвестиционных, негосударственных пенсионных, страховых фондов и их управляющих компаний, а также страховых компаний на рынке ценных бумаг;
- обеспечивает создание системы раскрытия информации на рынке ценных бумаг;
- утверждает квалификационные требования, предъявляемые к персоналу профессиональных участников рынка ценных бумаг, и осуществляет их аттестацию в форме приема квалификационного экзамена и выдачи квалификационного аттестата;
- разрабатывает проекты законодательных и других нормативных актов, необходимых для регулирования рынка ценных бумаг;

- устанавливает порядок допуска российских ценных бумаг (корпоративных) к размещению и обращению вне территории Российской Федерации.

Законодательное регулирование российского рынка ценных бумаг. Основными законодательными актами, на основе которых осуществляется регулирование рынка ценных бумаг со стороны государства, являются следующие.

А. Основополагающие (ключевые) законы:

- Федеральный закон «Об акционерных обществах» (1995);
- Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» (1996);

Б. Последующие законы, имеющие прямое отношение к рынку ценных бумаг:

- Федеральный закон «О переводном и простом векселе» (1997);
- Федеральный закон «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» (1998);
- » Федеральный закон «Об ипотеке (залоге недвижимости)» (1998);
- « Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» (1999);
- Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» (2001);
- Федеральный закон «Об ипотечных ценных бумагах» (2003).

Кроме указанных законов, федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг, ранее называвшемуся Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКЦБ), функции которой в настоящее время возложены на Федеральную службу по финансовым рынкам (ФСФР), издано большое количество постановлений и стандартов, которые развивают положения указанных федеральных законов.

Основное содержание Федерального закона «О рынке ценных бумаг». Данный Закон включает следующие принципиальные разделы, которые содержат нормы, регулирующие:

- виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, в том числе особо выделяется профессиональная деятельность по организации торговли в форме фондовой биржи;
- эмиссию ценных бумаг. Данная группа вопросов включает нормы, касающиеся порядка выпуска (эмиссии) именных и предъявительских корпоративных ценных бумаг в документарной и бездокументарной формах;
- обращение эмиссионных ценных бумаг и связанные с ним вопросы раскрытия информации о ценных бумагах и их рекламе;

- государственное управление рынком ценных бумаг через федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг и самоуправление на рынке ценных бумаг посредством саморегулируемых организаций профессиональных участников данного рынка.

Основное содержание Федерального закона «Об акционерных обществах». Структура этого Закона включает следующие основные разделы:

- общие положения об акционерных обществах и их видах;
- порядок учреждения, реорганизации и ликвидации акционерных обществ;
- порядок формирования и изменения уставного капитала путем выпуска акций, права акционеров в зависимости от вида акций, порядок размещения облигаций;
- способы размещения акций и облигаций и установление цены их размещения;
- дивиденды, выплачиваемые акционерным обществом;
- управление акционерным обществом (реестр акционеров, органы управления);
- права общества в отношении размещенных им акций (временное приобретение, выкуп);
- регулирование совершения акционерным обществом крупных сделок и сделок, в совершении которых имеется заинтересованность;
- контроль за деятельностью акционерного общества, организация учета и отчетности в нем и информация о нем.

7.2. Саморегулирование на рынке ценных бумаг

Саморегулируемые организации. *Саморегулируемая организация профессиональных участников рынка ценных бумаг* — это добровольное объединение профессиональных участников рынка ценных бумаг в форме некоммерческой организации, создаваемое с целью участия в процессе регулирования рынка ценных бумаг наряду с государственными органами регулирования.

Участники саморегулируемой организации в соответствии с законом вступают в нее добровольно, но при этом обязуются выполнять устанавливаемые ею требования и стандарты. На практике федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг для выдачи лицензии на право заниматься соответствующим видом профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг в качестве обязательного условия выдвигает требование об обязатель-

ном вхождении в состав участников соответствующей саморегулируемой организации. Тем самым, по сути, нарушается провозглашенный в законе принцип добровольности вхождения в саморегулируемую организацию.

Основными функциями (задачами) саморегулируемой организации являются:

- обеспечение благоприятных условий профессиональной деятельности на рынке;
- соблюдение стандартов профессиональной этики на рынке;
- защита интересов профессиональных участников в государственных органах регулирования;
- защита интересов клиентов профессиональных участников;
- установление правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами и контроль за их выполнением.

Права саморегулируемых организаций:

- получать информацию по результатам проверок своих членов со стороны федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг;
 - разрабатывать правила и стандарты осуществления профессиональной деятельности и операций с ценными бумагами;
 - осуществлять контроль за соблюдением своими членами вышеназванных правил, стандартов и операций;
 - разрабатывать учебные планы и программы, осуществлять профессиональную подготовку сотрудников для работы на рынке ценных бумаг;
- » выдавать квалификационные аттестаты.

Процесс образования саморегулируемой организации следующий:

- о для учреждения саморегулируемой организации требуется не менее 10 профессиональных участников;
- « статус саморегулируемой организации присваивается на основании разрешения, выдаваемого федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг;
- организация должна разработать совокупность правил и положений, в частности:
 - правила и стандарты профессиональной деятельности;
 - правила, ограничивающие манипулирование ценами;
 - правила вступления и выхода из организации;
 - порядок получения доходов и осуществления расходов в организации;
 - порядок ведения и виды документации;
 - правила защиты прав клиентов;
 - порядок проведения необходимых проверок и др.

Основные виды саморегулирующих организаций. На российском рынке ценных бумаг имеются следующие основные саморегулируемые организации:

- Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР);
- Профессиональная организация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД).

В состав участников указанных организаций, кроме профессиональных участников фондового рынка, обычно еще входят коммерческие банки, инвестиционные компании, организации, специализирующиеся на разработке компьютерного обеспечения, и т.п.

Указанные две организации являются саморегулируемыми организациями в юридическом смысле, т. е. они имеют соответствующую лицензию (разрешение) от федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, а точнее, от бывшей Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг. Однако на рынке имеются и другие добровольные объединения профессиональных участников различного рода, которые в той или иной мере выполняют какие-то регулятивные функции, т. е. помогают упорядочивать работу на рынке, но не имеют юридического статуса саморегулируемой организации. К такого рода организациям, прямо связанным с рынком ценных бумаг, относится, например, Ассоциация участников вексельного рынка (АУВЕР).

Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР).

Данная организация объединяет преимущественно брокерские, дилерские и управляющие компании на рынке ценных бумаг. Была создана в 1995 г. Имеет региональные филиалы.

Основные направления деятельности НАУФОР включают:

- разработку правил и стандартов профессиональной деятельности;
- разработку этических кодексов поведения профессиональных участников на рынке;
- осуществление мониторинга состояния рынка ценных бумаг;
- помощь в выходе на рынок вновь организуемым компаниям по торговле ценными бумагами;
- представление интересов сообщества профессиональных торговцев в соответствующих органах государственной власти, как исполнительных, так и законодательных.

Профессиональная организация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД). Как следует из ее названия, данная профессиональная организация объединяет оставшиеся группы профессиональных участников рынка ценных бумаг: регистрато-

ров и депозитариев. Что касается фондовых бирж, то они могут либо самостоятельно получить статус саморегулируемой организации, либо стать членами и ПАРТ АД, и НАУФОР.

ПАРТАД была учреждена в 1994 г. Ее целью является содействие развитию инфраструктуры рынка ценных бумаг в области регистрационных и депозитарных услуг. Она активно разрабатывает правила и стандарты ведения регистрационной и депозитарной деятельности, участвует в работе по выдаче лицензий и квалификационных аттестатов.

Кодексы поведения профессиональных участников рынка ценных бумаг. Саморегулируемые организации совместно с государственными органами регулирования вырабатывают этические правила работы на рынке, которые добровольно обязуются соблюдать профессиональные участники рынка.

Не стоит переоценивать значимость подобного рода документов, особенно в российских условиях, тем более что нарушение этих правил не связано с юридическими последствиями. Но эти правила имеют важное значение для постепенного формирования современной высокой рыночной культуры у всех профессионалов рынка.

Контрольные вопросы

1. Что представляет собой государственное регулирование российского рынка ценных бумаг?
2. Какими методами — экономическими или административными — осуществляется государственное регулирование рынка ценных бумаг?
3. Каковы цели государственного регулирования рынка ценных бумаг?
4. Каковы основные функции Федеральной службы по финансовым рынкам?
5. В чем состоит регулирующая роль Министерства финансов РФ, Центрального банка РФ на рынке ценных бумаг?
6. Зачем необходимы саморегулируемые организации на рынке ценных бумаг?
7. Какое место занимают моральные нормы в регулировании деятельности участников рынка ценных бумаг?

Глава 8. ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

8.1. Понятие и типы тенденций

Тенденция развития — это направление изменения (развития) состояния объекта в будущем, обусловленное его состоянием в прошлом и в настоящем.

Понятие тенденции развития имеет определенные особенности в зависимости от того, к какому периоду времени оно относится (рис. 8.1):

- сопоставимому со временем человеческой жизни;
- относящемуся к нескольким (многим) поколениям людей.



РИС. 8.1. Классификации тенденций на рынке ценных бумаг

8.2. Краткосрочные тенденции

В субъективном смысле конкретного человека всегда больше интересует то, что происходит и произойдет в течение его личной жизни, ибо она у него всего одна и больше не повторится. Поэтому обычно в практических исследованиях о тенденциях говорят применительно к достаточно коротким промежуткам времени, охватывающим несколько последних десятков лет или просто последние годы и ближайшие последующие годы (десятилетия). В этом случае период предшествующего времени и период времени про-

гноза в совокупности более-менее сопоставимы с продолжительностью человеческой жизни. Это есть как бы прогноз, который в той или иной степени может наблюдаться и, главное, которым может практически руководствоваться современник происходящих событий.

Практическая, или краткосрочная, тенденция развития — это тенденция развития, имеющая место на протяжении периода времени, сопоставимого с продолжительностью человеческой жизни.

Знание практической тенденции необходимо человеку (лицу, участнику рынка), чтобы действовать в русле происходящих на рынке процессов. Если он начинает делать нечто, выходящее за пределы происходящих (имеющихся) процессов, то велика вероятность того, что либо он потерпит неудачу, либо его рыночные успехи будут хуже, чем у других участников рынка.

В то же время только выход за пределы действующей тенденции позволяет перейти от старой тенденции (прежних решений) к новой, которая обязательно рано или поздно приходит на смену существующей тенденции. Лицо, которое первым улавливает новую тенденцию, новое направление развития, обычно получает наибольшие преимущества на несколько лет или даже, возможно, десятилетий вперед.

8.3. Долгосрочные тенденции

Жизнь общества людей складывается из череды человеческих поколений, и соответственно есть тенденции развития, которые затрагивают сразу многие поколения. Обычно это общеисторические тенденции. Если речь идет о рынке какого-то товара, существующего на протяжении столетий, то естественно, что и на таком рынке существуют те или иные тенденции (открытые наукой или еще не получившие своего достаточного проявления), касающиеся не только современников, но и их предшественников и будущие поколения.

Историческая, или долгосрочная, тенденция развития — это тенденция развития, имеющая место на протяжении ряда поколений людей. Исторические тенденции приобретают характер экономических законов, поскольку их истинность имеет долгосрочный характер. Но время — это лишь внешняя форма различия между практическими и историческими тенденциями.

Историческая тенденция, в отличие от практической, не меняется от поколения к поколению, от одного столетия к другому. Историческая тенденция показывает, в каком направлении сме-

няют друг друга практические, или краткосрочные, тенденции. В результате оказывается, что в исторической тенденции прослеживается развитие некоторой сущности, которая остается неизменной на протяжении веков, но принимает лишь разные внешние формы, адекватные конкретным историческим условиям.

Если говорить о рынке ценных бумаг, то такой его неизменной чертой является нацеленность на будущее, так как ценная бумага есть особая рыночная (фиктивная) форма существования будущего капитала. В развитии рынка ценных бумаг находит свое косвенное выражение закон устремленности всей экономики на дальнейший рост и развитие в будущем, который, в свою очередь, вытекает из законов прогресса, свойственных человеческому обществу вообще по самой его природе. Все, что происходит в историческом плане на рынке ценных бумаг, представляет собой особую форму отражения будущего поступательного развития экономики в целом.

Исторические тенденции касаются не отдельных видов рынков ценных бумаг, а их рынка в целом. Однако рынок каждой отдельной ценной бумаги может иметь свои специфические формы проявления исторической тенденции, свойственной данному рынку в целом. В итоге на рынке ценных бумаг обязательно одновременно имеют место и практические, и исторические тенденции развития, но не как обособленные друг от друга, а как тенденции, находящиеся в известной субординации друг относительно друга.

Рынок ценных бумаг развивается на протяжении уже нескольких столетий. За это время на нем отчетливо проявились следующие закономерности развития фиктивного капитала в форме ценных бумаг (рис. 8.2):

- тенденция к неограниченному росту его размеров;
- систематический характер фондовых кризисов;
- замена материального богатства богатством в форме ценных бумаг;
- сосредоточение (концентрация) богатства в форме ценных бумаг в собственности юридических, а не физических лиц.

Тенденция к неограниченному росту размеров фиктивного капитала. Количественные объемы рынка ценных бумаг постоянно возрастают в корреспонденции с ростом мировой экономики. Первоначально увеличение данного рынка было связано с потребностями товарного (материального) производства, поскольку объединение обособленных частных капиталов с помощью выпуска, прежде всего акций и облигаций, позволило создавать и развивать такие новые предприятия и отрасли экономики, которые было бы невоз-



Рис. 8.2. Исторические (долгосрочные) тенденции рынка ценных бумаг

можно создать на частно-индивидуальной основе. Быстрое развитие рынка ценных бумаг стало необходимым условием развития экономики всех наиболее развитых капиталистических стран мира.

Причины дальнейшего неограниченного роста размеров данного рынка (или фиктивного капитала) вытекают из сущности самой ценной бумаги, а именно из:

- ее невещественного характера. Особенностью ценной бумаги как товара является ее невещественный характер. Вся жизнь ценной бумаги после ее эмиссии связана с рынком, с процессами купли-продажи, для которых нет никаких пределов. Чем больше ее оборачиваемость, или чем чаще она продается и покупается, тем больше и размеры рынка;
- природы ее рыночной цены. Ее рыночная цена никак не связана со стоимостью вещественных товаров, а потому по своей величине потенциально безгранична. Прежде всего речь идет о рыночной цене акции, которая имеет тенденцию к неограниченному росту по самой своей сущности;
- ссудного характера представляемого ценной бумагой капитала. Ценная бумага неразрывно связана с капиталом, отчуждаемым в ссуду (неважно, в качестве собственного или заемного капитала эмитента ценной бумаги). В то же время современный рынок характеризуется тем, что все большая часть имеющегося на нем общественного капитала обязательно (например, уже в силу того, что подавляющая часть всех денежных средств имеет безналичный характер и потому никогда не покидает пределов банковской системы!) принимает форму ссудного капитала, т. е. капитала, который физически отчуждается от его непосредственного владельца, но

при этом отношение владельца с этим капиталом не прерывается, а лишь принимает иные рыночные формы, отличные от прямого («физического») владения капиталом.

Систематический характер фондовых кризисов. Рынку ценных бумаг присуща кризисность развития в том смысле, что периоды его поступательного развития время от времени прерываются падениями его объемов вследствие того или иного уровня снижения большинства (или даже всех) рыночных цен на ценные бумаги.

Данные кризисы обычно имеют мировой характер в силу интернационализации современного капитала, но в странах, где уровень развития капиталистических отношений отстает от мирового уровня, кризисы фондового рынка могут носить и исключительно национальный характер.

Кризисы фондового рынка не могут не иметь систематического характера, поскольку процесс ценообразования, прежде всего на акции, осуществляется совершенно стихийно. Рыночная цена в данном случае в каждый данный момент времени не имеет никакой объективной основы, или предела, кроме разве что минимального, который не оказывает, естественно, никакого влияния на складывающийся уровень рыночной цены в период ее роста.

Единственным регулятором максимального уровня рыночной цены ценной бумаги становится рыночный кризис. Теоретически если бы не было фондовых кризисов, то рыночная цена ценной бумаги (акции) могла бы возрастать бесконечно, но это невозможно, так как ценная бумага есть порождение капитала, а не нечто совершенно самостоятельно существующее на рынке. Невозможность бесконечного роста цены ценной бумаги при данных условиях функционирования общественного капитала и означает необходимость систематических фондовых кризисов. Существующему в каждый момент времени действительному капиталу может соответствовать капитал в форме ценных бумаг только в каких-то конкретных границах, выход за которые неизбежно оборачивается фондовым кризисом, который возвращает соотношение между материальным и фиктивным капиталами в «нормальное» соотношение для текущего состояния рынка в целом.

На практике даже применяется такое понятие, как «перегретый» фондовый рынок. Оно употребляется в том случае, когда профессионалы рынка и регулирующие его организации «чувствуют», что уровень рыночных цен на ценные бумаги (акции) явно завышается по сравнению с его каким-то «нормальным» уровнем, и это грозит в любой момент возникновением кризиса на рынке, падением цен на нем.

Замена материального богатства богатством в форме ценных бумаг. Поскольку размеры капитала в форме ценных бумаг превышают размеры капитала в материальном выражении, постольку можно говорить о том, что материальное богатство уступает свое место богатству в форме ценных бумаг. Действительно, когда, например, говорят о самых богатых людях в той или иной стране или в мире, то обычно имеют в виду тот капитал, которым эти люди владеют в качестве собственников ценных бумаг, прежде всего размеров пакетов принадлежащих им акций.

В развитых странах мира различие между бедными и богатыми людьми поменяло свою экономическую основу по сравнению с XIX в. и первой половиной XX в. Раньше люди, как частные собственники, различались между собой в большей степени (а в более ранние столетия и исключительно) по уровню и характеру принадлежащего им материального богатства. В настоящее время различия в уровнях обеспеченности материальными благами между частными лицами в значительной степени стерлись (у большинства населения имеется весь набор материальных благ, необходимых для современной жизни), а основное материальное богатство общества — средства производства — теперь по преимуществу сосредоточено в собственности акционерных обществ. В результате частные лица различаются на бедных и богатых в основном с точки зрения размеров владения ими пакетами акций и других доходных ценных бумаг. Различия в уровне материального богатства по-прежнему, конечно, остаются, и в субъективном смысле они очень велики, но с экономической точки зрения различия в материальном богатстве просто «меркнут» по сравнению с различиями в фиктивном богатстве — богатстве ценными бумагами.

Если же говорить о странах, где уровень развития капиталистических отношений еще недостаточно высок, как и в нашей стране, то в них все обстоит как раз наоборот, т. е. доля общественного богатства, представленная ценными бумагами, очень мала, и поэтому различие между бедностью и богатством (в том числе и на бытовом (субъективном) уровне) есть по-прежнему различие в уровне материального благосостояния членов общества и характере принадлежащих им материальных благ. В этом смысле важно, чтобы возврат России к капиталистическим отношениям между людьми не обернулся в недалекой перспективе превращением ее в сырьевой придаток развитых стран мира и не сопровождался утратой ее научного, культурного и образовательного потенциала и физическим вырождением большей части русского (российского) населения страны.

Сосредоточение (концентрация) богатства в форме ценных бумаг в собственности юридических, а не физических лиц. Как уже упоминалось, важнейшее материальное богатство общества в виде всевозможных средств производства всех материальных ценностей в основном сосредоточено в собственности акционерных обществ. Но аналогичный процесс имеет место и в части самих ценных бумаг. Законом капитала является его сосредоточение в собственности относительно немногих (небольшого числа) участников рынка, поскольку чем больше капитал, тем большую прибыль он приносит и тем менее он подвержен имеющимся на рынке рискам финансовых или материальных потерь.

Ценная бумага есть капитал по своей экономической сущности, а потому ей тоже свойственны процессы концентрации и централизации капитала. Эти процессы протекают в двух основных формах, присущих ценным бумагам:

- на основе объединения временно свободных денежных капиталов частных лиц в инвестиционных фондах;
- путем вложения временно свободных денежных капиталов профессиональных участников (организаторов) других финансовых рынков в ценные бумаги.

Первое направление находит свое выражение в развитии коллективных форм инвестирования (коллективных инвесторов) на рынке ценных бумаг. Иначе говоря, кроме традиционных акционерных обществ, которые объединяют капиталы участников рынка в целях их вложения, прежде всего в средства производства, т. е. в материальную деятельность, развиваются рыночные организации, называемые обычно различного рода инвестиционными фондами, которые привлекают тем или иным способом (обычно в обмен на свои собственные ценные бумаги) свободные денежные средства (денежный капитал) физических (и даже юридических) лиц и затем вкладывают их в акции, облигации и другие ценные бумаги.

Развитие института коллективных инвесторов получило большее распространение, поскольку частные лица обычно не в состоянии профессионально вкладывать свой капитал в ценные бумаги, а инвестиционный фонд делает это более профессионально и с большей выгодой, чем многие частные (отдельные) инвесторы.

Второе направление концентрации владения ценными бумагами связано с развитием других финансовых рынков. Профессиональные участники этих рынков тоже привлекают частные капиталы в обмен на свои нематериальные (финансовые) услуги, например, путем оказания страховых услуг, организации пенсионного

обеспечения, банковских услуг и т.п. У них накапливаются огромные временно свободные денежные капиталы, получаемые от населения и юридических лиц, которые они и вкладывают в доходные ценные бумаги.

Если посмотреть на масштабы данного процесса, то становится очевидным, что происходит процесс концентрации капитала в форме ценных бумаг не столько у частных (физических) лиц, сколько у юридических лиц — различного рода финансовых институтов. Фиктивное (финансовое) богатство юридических лиц по своей значимости все больше превосходит фиктивное (финансовое) богатство физических лиц.

Таким образом, процесс замещения материального богатства ценными бумагами как фиктивным (нематериальным) богатством дополняется развивающимся процессом концентрации собственности на ценные бумаги не только у физических, но в еще большей степени и у всевозможных юридических лиц.

8.4. Общие тенденции

Рынок ценных бумаг есть целое, состоящее из присущих ему частей. Рынок ценных бумаг, как и любой рынок, состоит из его участников, присущих ему инструментов и операций, совершаемых с ними. Поэтому дополнительно возможны два других подхода к рассмотрению тенденций развития рынка ценных бумаг.

Первый подход состоит в рассмотрении этих тенденций применительно к рынку ценных бумаг в целом, которые характеризуют его развитие относительно развития других финансовых или иных конкретных рынков, или рынков других товаров (активов).

Второй подход заключается в анализе тенденций развития, имеющих место внутри самого рынка ценных бумаг, или тенденций развития отдельных его частей.

Общие тенденции развития рынка ценных бумаг — это тенденции развития, относящиеся к рынку ценных бумаг в целом в сравнении с другими рынками.

В данном понятии речь идет как бы только об общих тенденциях развития рынка ценных бумаг как такового. Тем не менее на рынок ценных бумаг распространяются и тенденции развития, свойственные всему современному рынку. В этом смысле общие тенденции развития рынка ценных бумаг могут быть подразделены на:

- *общерыночные* — это тенденции, свойственные всем рынкам, включая и рынок ценных бумаг;

- *специфические общие* — это тенденции, которые имеют место только на рынке ценных бумаг и отсутствуют (или не являются значимыми) на других рынках.

Общерыночные (общесистемные) тенденции. К наиболее значимым современным общерыночным тенденциям, которые имеют место и на рынке ценных бумаг, без сомнения следует отнести (рис. 8.3):

- компьютеризацию рынка ценных бумаг;
- повышение уровня регулируемости рынка;
- интернационализацию и глобализацию рынка ценных бумаг;
- конвергенцию финансовых рынков.



РИС. 8.3. Общерыночные тенденции рынка ценных бумаг

Компьютеризация — это перевод всех процессов, имеющих место на рынке, на компьютерную основу. Современный рынок ценных бумаг развивается в направлении его полной компьютеризации, которая в настоящее время в большой мере обеспечивает заключение рыночных сделок с ценными бумагами, а обслуживание всех рыночных операций и участников рынка практически полностью осуществляется посредством компьютерной техники и электронных сетей. Компьютеризация лежит в основе большинства структурных тенденций (изменений) на рынке ценных бумаг. Согласно имеющимся прогнозам полная компьютеризация рынка ценных бумаг будет завершена в течение ближайших 10—20 лет.

Повышение уровня регулируемости рынка — это процесс выработки и установления границ поведения (действий) участников рынка ценных бумаг в интересах развития данного рынка и всей рыночной экономики в целом. Данный процесс, как это видно из гл. 7, имеет две взаимодополняющие стороны: развитие государ-

ственного регулирования и развитие саморегулирования на рынке ценных бумаг. Возникновение и существование данной тенденции объясняются той огромной ролью, которую рынок ценных бумаг играет в современную эпоху. Проблема этого рынка состоит в том, что его товар фиктивен, условен и нематериален. Это не рынок вещественных («осязаемых») товаров, а рынок, товаром которого являются особого рода доверительные отношения между участниками рынка, ибо отношения ссуды есть всегда отношения доверия, поскольку одна сторона отдает свой действительный капитал в обмен на рыночное обязательство, а не на нечто материальное. Рынок ценных бумаг перестанет существовать, если будет утрачено доверие к нему, к его инструментам. Надежность этого рынка, доверие к нему со стороны всего общества могут только возрастать, но ни в коей мере не ослабевать или поддаваться сомнению.

Дальнейшее развитие процессов регулирования рынка ценных бумаг связано как с увеличением его масштабов, так и с усложнением его структуры, появлением новых инструментов, развитием электронных форм торговли и другими процессами. Не менее важной для общества стороной этой тенденции является также усиление «фискального» процесса на рынке ценных бумаг, т. е. идет процесс расширения возможностей государства по увеличению объектов налогообложения и размеров собираемых налогов с участников данного рынка.

Интернационализация и глобализация — это единый процесс формирования мирового рынка ценных бумаг на основе национальных рынков. Он связан с процессом складывания единого мирового хозяйства или — шире — с формированием мирового капитала, или капитала, не имеющего национальной принадлежности.

Интернационализация — это процесс выхода национального капитала из национальных границ. *Глобализация* — это процесс проникновения иностранного капитала за национальные границы. Интернационализация и глобализация — это один и тот же процесс, рассматриваемый с точки зрения капитала данной страны. В первом случае национальный капитал сам покидает национальные границы, а во втором — к нему приходит иностранный капитал. В современных условиях интернационализация и глобализация капитала, или процесс формирования всемирного капитала, — это тот локомотив, который двигает вперед рыночный процесс на нашей планете в целом.

Объединение национальных рынков ценных бумаг в мировой практике идет по таким направлениям, как: обеспечение возмож-

ности для любого инвестора оперировать с ценными бумагами, независимо от национальной принадлежности; установление тесной связи между национальными фондовыми рынками благодаря современным средствам связи и организации банковских расчетов в мировом масштабе; переход на единые стандарты деятельности на фондовых рынках развитых стран и их общее регулирование и т.п.

Конвергенция рынков. Это процесс взаимопроникновения финансовых рынков. Финансовые рынки имеют единую экономическую природу, и поэтому они всегда внутренне взаимосвязаны между собой. Однако их единая сущность находит проявление и во внешних процессах, когда происходит переплетение их участников, инструментов и торговых систем.

Каждый финансовый рынок обычно имеет своих профессиональных участников, но организационно профессиональные участники разных финансовых рынков часто объединены в единой организации. Например, коммерческие банки часто являются профессиональными участниками не только кредитного рынка, но и непосредственно или через создание своих дочерних организаций становятся профессиональными участниками рынка ценных бумаг, рынка производных инструментов, страхового рынка и т.д.

Набор финансовых инструментов всех рынков в значительной степени переплетается. Рынок ценных бумаг имеет непосредственное отношение не только к самим ценным бумагам, но и к производным инструментам на их основе, к валютному рынку, поскольку торговля ценными бумагами часто ведется в разных валютах.

Яркий пример своего рода переплетения торговых систем разных рынков — это электронный рынок Московской межбанковской валютной биржи и биржи «Российская торговая система», торгово-расчетные системы которых обеспечивают одновременную торговлю и валютами, и ценными бумагами, и биржевыми производными инструментами.

Общерыночные тенденции рынка ценных бумаг обычно носят более долгосрочный характер, но в ряде случаев и они могут иметь краткосрочный характер.

Специфические общие тенденции. К специфическим тенденциям, которые затрагивают весь рынок ценных бумаг в целом и в то же время не свойственны другим рынкам, можно отнести такую специфическую тенденцию, как секьюритизация финансовых активов.

Секьюритизация — это краткосрочное или долгосрочное приращение капитальным активам, независимо от форм их существова-

ния, формы тех или иных видов ценных бумаг, востребованных на рынке.

Секьюритизация представляет собой процесс перевода капитала, находящегося по разным причинам в различно недоступных для участников рынка формах, например, в виде недвижимого имущества (например, жилья), каких-то запасов длительного характера, малоликвидных видов ценных бумаг и т.п., в форму ликвидной, т. е. хорошо обращающейся на рынке, ценной бумаги.

Выпуск различного рода вторичных ценных бумаг, разнообразных специальных облигаций или других долговых ценных бумаг на базе такого рода малоактивного имущества позволяет ускорять оборот общественного капитала в целом, получать дополнительный доход, расширять рынок и его возможности.

8.5. Основные структурные тенденции

Структурные тенденции развития — это тенденции развития, относящиеся к тем или иным частям рынка ценных бумаг. Это как бы внутренние тенденции развития данного рынка. Отдельные части (сегменты) рынка ценных бумаг всегда развиваются неравномерно и в некоторой степени обособленно друг от друга. Более быстрое развитие одной части рынка, когда оно обнаруживается, подстегивает необходимость ускоренного развития других его частей и т.д.

Структурные тенденции развития рынка призваны выравнивать уровни функционирования одних его частей относительно других, в противном случае возникает эффект «слабого звена», которое будет сдерживать развитие системы в целом.

В этом смысле структурные тенденции являются самыми практическими и одновременно самыми относительно краткосрочными тенденциями развития. Они не могут продолжаться достаточно долго, в частности, последующим причинам:

- растягивание процесса совершенствования рынка на многие годы не соответствует общим интересам участников рынка, поскольку это противоречит их целям скорейшего (в пределах собственной активной жизни) обогащения;
- в силу быстрого технического и научного прогресса то, что не удастся быстро внедрить на рынке, заменяется чем-то новым, более совершенным с позиций практического внедрения и использования участниками рынка ценных бумаг.

Наиболее существенные внутренние направления развития рынка ценных бумаг включают изменения в (рис. 8.4):

- составе участников рынка;
- инструментарии рынка;
- характере рыночных операций.

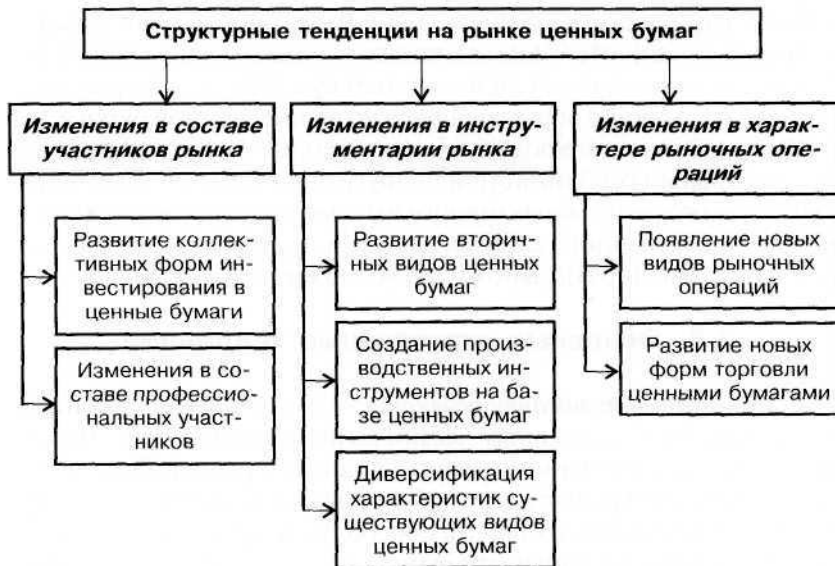


Рис. 8.4. Структурные тенденции на рынке ценных бумаг

Изменения в составе участников рынка. Изменения в составе участников рынка ценных бумаг имеют два направления:

- 1) **развитие форм коллективного участия** на рынке ценных бумаг, что проявляется прежде всего в возникновении и развитии институциональных инвесторов, которые представлены инвестиционными фондами, страховыми организациями, организациями медицинского страхования, различного рода пенсионными фондами, банковскими структурами и др.;
- 2) **изменения в составе профессиональных участников** самого рынка ценных бумаг. Данного рода изменения идут сразу в нескольких направлениях:
 - **дальнейшая специализация видов профессиональной деятельности.** Профессиональная деятельность может разделяться на самостоятельные ее виды, которые прежде существовали в единстве. Самый последний такой пример — это выделение как особого рода подвида профессиональной деятельности в качестве брокера или дилера деятельности

финансового консультанта на рынке ценных бумаг (оказание эмитенту услуги по подготовке проспекта ценных бумаг).

- *стирание различий между какими-то видами профессиональной деятельности.* Классический пример такого рода изменений — это стирание различий между профессиональной деятельностью по ведению реестра ценных бумаг и депозитарной деятельностью. В условиях, когда ценная бумага все более дематериализуется, когда ее бездокументарная форма становится преобладающей, различия между ее формами учета стираются, а функция «физического» хранения ценной бумаги отмирает вообще;
- *отмирание некоторых видов профессиональной деятельности.* Например, развитие электронных форм прямой торговли между участниками рынка свидетельствует о том, что, возможно, в будущем посредническая торговая деятельность на рынке ценных бумаг может либо совсем исчезнуть, либо она примет какие-то совершенно новые формы, отличные от существующих в настоящее время;
- *концентрация и централизация среди профессиональных участников.* Эта тенденция на рынке ценных бумаг проявляется в укрупнении (по числу работников, капиталов, филиалов и т.п.) организаций профессиональных посредников и в сокращении их количества, включая число функционирующих в каждой стране фондовых бирж. Организации профессиональных посредников становятся все более мощными по размерам собственного капитала и привлекаемым капиталам своих клиентов; их филиальная сеть развивается не только внутри своей страны, но и выходит за ее пределы; они превращаются в многофункциональные структуры, предоставляющие все более широкий спектр услуг участникам рынка. В то же время идет непрерывный процесс их слияния как между собой, так и со структурами других финансовых рынков и банковскими структурами.

Изменения в инструментарии рынка. Эти изменения связаны с дальнейшим развитием рынка, с потребностями во все новых видах инструментов рынка ценных бумаг. В обобщенном виде на мировом рынке имеют место следующие тенденции развития самих ценных бумаг:

- *создание вторичных ценных бумаг*, т. е. представляющих права на исходные ценные бумаги. Например, депозитарные

расписки или фондовые варранты на акции, опционы на облигации, облигации, обеспечиваемые пулом закладных ценных бумаг и т.п.;

- *диверсификация характеристик имеющихся ценных бумаг, создание все более «экзотических» ценных бумаг.* Наиболее наглядно это проявляется в бесконечном множестве выпускаемых облигаций. Однако и выпуски, например, привилегированных акций становятся все более разнообразными и уникальными по своим характеристикам;
- *создание производных инструментов* на основе ценных бумаг. Видовой состав производных инструментов бесконечен по своей фиктивной (нематериальной) природе, как и видовой состав ценных бумаг. Можно сказать, что как бы на одной и той же «базе» ценных бумаг создаются все новые производные инструменты, как биржевые (инструменты фьючерсных рынков), так и внебиржевые (различного рода расчетные (беспоставочные) контракты);
- *превращение отдельных видов ценных бумаг в малоупотребляемые (малоиспользуемые) виды.* Исторически одни виды ценных бумаг были широко востребованы, но в дальнейшем их роль на рынке сильно снизилась по разным причинам. Например, в эпоху акционерных обществ на первое место вырвались акции и облигации, а многие другие виды ценных бумаг (чеки, складские свидетельства и др.) отошли на второй план.

Направление, которое занимается конструированием новых финансовых инструментов, называется «финансовый инжиниринг», по аналогии с процессом конструирования материальных благ и процесса их производства. Созданием новых инструментов рынка ценных бумаг обычно занимаются наиболее крупные и наиболее продвинутые в научном плане профессиональные участники рынка мирового значения.

Изменения в характере рыночных операций. Развитие рыночных операций может быть рассмотрено с позиций как инвестора (эмитента), так и профессиональных участников. Первые заключают сделки с ценными бумагами, а вторые либо помогают им в этом, либо обслуживают уже заключенную сделку. Поэтому данная тенденция распадается на изменения в:

- операциях, т. е. изменения, которые имеют место в операциях, осуществляемых эмитентами и инвесторами;
- торговле, т. е. изменения в организации торговли ценными бумагами.

Изменения в операциях, которые совершают участники рынка, есть достаточно редкое явление по самой природе рыночной операции. Инвестиционные, спекулятивные и арбитражные операции составляют триединую основу всех рыночных операций. Однако вназари этих типов операций время от времени происходят некоторые изменения — возникают новые виды операций, а какие-то операции становятся малоиспользуемыми. Одним из таких примеров сравнительно новых видов операций с ценными бумагами являются операции репо, которые, в частности, в российском законодательстве еще вообще не получили должного закрепления.

Изменения в организации торговли на рынке ценных бумаг приобрели широкий размах с развитием процесса компьютеризации. Обобщенно можно сказать, что компьютеризация фактически ведет к стиранию всех существующих границ современного рынка, как временного, так и пространственного характера. Конкретно это проявляется в следующих принципиальных изменениях в организации торговли ценными бумагами:

- отпадает необходимость физического места встречи продавцов и покупателей. Из этого вытекают два важных следствия:
 - 1) становится невозможной публичная фондовая биржа, публичный торг; участники рынка не собираются вместе, не заключают сделки в присутствии друг друга;
 - 2) если нет физического места торговли, то таким местом является теперь мир в целом, т. е. рынок ценных бумаг становится глобальным не по форме, не в качестве статистической суммы национальных рынков, а по существу происходящих на нем процессов, которые не имеют никаких национальных границ;
- отпадает потребность в профессиональных торговых посредниках, задачей которых является сведение продавцов и покупателей между собой. Компьютеризация позволяет торговать без каких-либо посредников. Различие между профессиональными и непрофессиональными торговцами принимает форму различий в знании того, что происходит на рынке, а не различий в юридическом статусе участников рынка;
- процесс торговли становится непрерывным. Электронная торговля не связана с физическими возможностями профессиональных торговых или иных участников рынка, а потому она может вестись в непрерывном режиме, т. е. 24 часа в сутки (круглосуточно);
- возникают автоматизированные формы торговли ценными бумагами. Компьютеризация позволяет торговать не только

самому торговцу, который задает приказы в систему торговли, но и автоматизировать процесс подачи приказов на основе заранее заданного алгоритма. При появлении на рынке условий, заложенных в соответствующей программе торговли, компьютер самостоятельно отдает нужные приказы в торговую систему («программная торговля»).

Компьютеризация торговли ценными бумагами, возможно, рано или поздно полностью вытеснит публичную торговлю, но не благодаря своей абстрактной «прогрессивности», а в силу более низких издержек торговли по сравнению с традиционными ее формами, основанными на публичности торга и участии профессиональных торговцев.

Главная проблема организации электронной торговли состоит в том, что отсутствие публичного процесса торговли не должно привести к отсутствию «публичности» процесса ценообразования, т. е. рыночный характер процесса ценообразования должен не только сохраниться, но и по возможности усовершенствоваться.

Основы рыночных нововведений. В совокупности рассмотренные тенденции можно было бы еще называть *нововведениями* на рынке ценных бумаг в той мере, в какой они связаны с созданием все новых инструментов данного рынка, новых систем торговли ценными бумагами, совершенствованием инфраструктуры рынка и т.д.

В основе всех этих рыночных нововведений лежат разные причины, в частности:

- стремление к повышению доходности капиталов, вложенных в ценные бумаги;
- компьютеризация всех сторон рыночных процессов как материальная основа для создания все новых инструментов и механизмов рынка;
- усиление нестабильности (рискованности) на современном рынке и в силу этого необходимость создания все новых инструментов для борьбы с различными и все увеличивающимися по номенклатуре и размерам рыночными рисками.

Рассмотренные тенденции, свойственные рынку ценных бумаг, показывают, что в рыночных отношениях, как и вообще в живом организме, все закладывается, можно сказать, со стократным запасом прочности, с бесконечными возможностями взаимозаменяемости одних частей системы другими и с неограниченными путями дальнейшего роста и прогресса. Задача состоит в том, чтобы заключенные в существовании рынка ценных бумаг возможности и преимущества использовались на благо общественного развития страны и процветания ее населения (насколько это вообще воз-

можно в условиях капиталистических, т. е. нацеленных исключительно на получение прибыли, отношений между людьми).

Темы для рефератов

1. Краткосрочные тенденции на рынке ценных бумаг.
2. Долгосрочные тенденции фондового рынка.
3. Компьютеризация фондового рынка и ее последствия.
4. Зависимость развития фондового рынка от состояния национальной экономики.
5. Экономические и социальные последствия сосредоточения богатства общества в форме богатства ценными бумагами.
6. Перспектива развития фондовых кризисов в современной экономике.
7. Влияние кризисов на мировом фондовом рынке на экономическое развитие России.
8. Пути вхождения российского фондового рынка в мировой фондовый рынок.

ЛИТЕРАТУРА

- Акционерное дело: Учебник / Под ред. В.А. Галанова. М.: Финансы и статистика, 2003.
- Алексеев М.Ю.* Рынок ценных бумаг. М.: Финансы и статистика, 1992.
- Алехин Б.И.* Рынок ценных бумаг: Введение в фондовые операции. М.: Финансы и статистика, 1991.
- Барбаумов В.Е., Гладких ИМ., Чуйко А.С.* Финансовые инвестиции. М.: Финансы и статистика, 2003.
- Берзон Н.И., Аршавский А.Ю., Буянов Е.А.* Фондовый рынок. М.: ВИТА-ПРЕСС2002.
- Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов. М.: Олимп-бизнес, 1997.
- Буренин А.Н.* Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учеб. пособие. М.: НТО им. акад. С И. Вавилова, 2002.
- Галанов В.А.* Производные инструменты срочного рынка: фьючерсы, опционы, свопы. М.: Финансы и статистика, 2002.
- Галанов В.А., Гришина О.А., Шibaев СР.* Управление государственной собственностью на акции. М.: Финансы и статистика, 2004.
- Киячков А.А., ЧалдаеваЛ.А.* Рынок ценных бумаги биржевое дело: Учеб. пособие. М.: Юристь, 2000.
- Маршалл Дж.Ф., Бансал В.К.* Финансовая инженерия. М.: ИНФРА-М, 1998.
- МиркинЯ.М.* Рынок ценных бумаг России. М., Альпина Паблшер, 2002.
- Рубцов Б.Б.* Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. М., 2000.
- Рэй К.И.* Рынок облигаций. М.: Дело, 1999.
- Тьюлз Р.Дж., Бредли Э.С., Тьюлз Т.М.* Фондовый рынок. М.: ИНФРА-М, 1997.
- Фабоцци Ф.* Управление инвестициями. М.: ИНФРА-М, 2000.

По вопросам приобретения книг обращайтесь:

Отдел продаж «ИНФРА-М» (оптовая продажа):
127282, Москва, ул. Полярная, д. 31в, тел.: (495) 380-4260; факс: (495) 363-9212
E-mail: books@infra-m.ru

Магазин «Библиосфера» (розничная продажа):
109147, Москва, ул. Марксистская, д. 9, тел. (495) 670-5218, 670-5219

Отдел «Книга—почтой»:
тел. (495) 363-4260 (доб. 232, 246)

Центр комплектования библиотек:
119019, Москва, ул. Моховая, д. 16, (Российская государственная библиотека, кор. К)
тел. (495) 202-9315

Учебное издание

Галанов Владимир Александрович

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Учебник

Оригинал-макет подготовлен в Издательском Доме «ИНФРА-М»

ЛР № 070824 от 21.01.93 г.

Сдано в набор 03.06.2005. Подписано в печать 28.11.2005.

Формат 60x90/16. Бумага офсетная. Гарнитура Newton.

Печать офсетная. Усл. печ. л. 24,0. Уч.-изд. л. 22,53.

Тираж 100 000 экз. (7001 — 11 000 экз.) Заказ № 8242.

Цена договорная.

Издательский Дом «ИНФРА-М»,
127282, Москва, ул. Полярная, д. 31в

Тел.: (495) 380-05-40, 380-05-43

Факс: (495) 363-92-12

E-mail: books@infra-m.ru

<http://www.infra-m.ru>

ОАО "Тверской полиграфический комбинат", 170024, г. Тверь, пр-т Ленина, 5.
Телефон: (4822) 44-52-03, 44-50-34, Телефон/факс: (4822) 44-42-15
Home page - www.tverpk.ru Электронная почта (E-mail) - sales@tverpk.ru