

С. З. НУРИДДИНОВ, Ш. Р. МАРДОНОВ,
Ф. А. ХАМИДОВА

ОСНОВЫ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ



ISBN 978-9943-36-257-4



9 789943 362574



05.202.2.
H-90.

МИНИСТЕРСТВО ВЫСШЕГО И СРЕДНЕГО СПЕЦИАЛЬНОГО
ОБРАЗОВАНИЯ РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН

С.З. НУРУТДИНОВ, Ш.Р. МАРДОНОВ,
Ф.А. ХАМИДОВА

ОСНОВЫ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

*Рекомендовано Министерством высшего и среднего специального
образования Республики Узбекистан в качестве учебного пособия для
студентов высших учебных заведений, обучающихся
по направлению образования 5341600 – «Ценные бумаги»*

Издательство «ТАФАККУР ВО
Ташкент – 2012

ISTONBUXORO YUQORI
TEKNOLOGIYALAR MUHANDISLIK-
TEXNIKA INSTITUTI
ARM
- y - 5305 20-12
Jin

УДК: 336.763
КБК 65.262.2
Н90

Рецензенты:

*А.А. Фаттахов — доктор экономических наук, профессор,
И.Р. Тоймухамедов — кандидат экономических наук*

Нуритдинов С.
Н90 Основы рынка ценных бумаг: учебное пособие/ С. Нуритдинов. — Ташкент: Tafakkur bo'stoni, 2012. — 144 с.
ISBN 978-9943-36-257-4

В предлагаемом учебном пособии дается развернутая характеристика действующей в настоящее время системе ценных бумаг как в масштабе отдельных государств, так и на глобальном уровне, отмечены общее и особенное в практике наиболее крупных фондовых бирж экономически развитых стран, разъясняются понятия и термины, относящиеся к биржевой деятельности, приведены краткие сведения об истории появления и развития рынка ценных бумаг, рассматриваются некоторые аспекты функционирования этого сегмента рыночной экономики в условиях Узбекистана

УДК: 336.763
КБК 65.262.2

ISBN 978-9943-36-257-4

- © Нуритдинов С. и др., 2012
- © ИПТД имени Чулпана, оригинал-макет, 2012
- © «Tafakkur bo'stoni», 2012

Возникновение рынка ценных бумаг

С момента появления первой ценной бумаги прошло около восьми столетий. Конечно, фондовый рынок за это время прошел большой путь, современную экономику трудно представить без оборота ценных бумаг.

Хотелось бы сделать акцент на том, что развитие всей финансовой сферы (а рынок ценных бумаг — часть финансового рынка) осуществляется не само по себе, а идет «вслед» за развитием производственной сферы, вытекает из потребностей и закономерностей самого производства.

И новые виды финансовых инструментов (ценных бумаг), форм торговли ими появляются по мере возникновения потребности в них вместе с развитием экономики в целом.

Исторически первым видом ценных бумаг является вексель. Вексель впервые появился в Италии еще в XII веке. Первые образцы векселей относятся к 1157 году. Именно с помощью векселей оформлялись сделки размена монет (валют) с переводом денег в другое географическое место. Италия не случайно стала родиной векселя. Вспомним, что в средние века именно она являлась центром торговли между Европой и Востоком. Сюда же стекались огромные суммы со всей Европы от папской десятины — налога в пользу католической церкви.

Поскольку в то время даже отдельные города чеканили свои монеты, а путешествия были очень опасны из-за нападения разбойников, возникла необходимость появления специального сословия — сословия менял. Менялы производили размен монет, который постепенно все чаще стал совмещаться с переводом денег в другое место. Клиент передавал менялу деньги в одной валюте, а через некоторое время получал эту сумму в другом месте, в другой валюте.

Оформлялась такая сделка не только записью в книге менялы, но и на отдельном листе бумаги, который и представлял собой первоначальный вариант векселя. Кстати говоря, именно от этих менял и

ведут свое происхождение термины «банк» и «банкрот». Скамья, на которой менялы осуществляли обмен монет, по-итальянски называется «banca». Внутренние законы сословия менял были очень суровы. Если меняла допускал обман клиента, его скамью ломали (banca rotta — сломанная скамья, банкротство), а сам он подвергался изгнанию. Поэтому книги менял, куда они заносили сведения о сделках, имели публичное признание, а записи в них приравнивались к нотариальным документам.

Позднее появилось даже такое явление, как вексельные ярмарки. Особенно известными вексельными ярмарками были ярмарка в Шампани (XIII век), в Лионе и Безансоне (XVI—XVII века). Ярмарки в графстве Шампань, расположенном на пересечении торговых путей между Англией, Францией и Италией, проводились 6 раз в год. Купцы, съезжавшиеся со всей Европы, расчеты по сделкам осуществляли с помощью векселей. В конце ярмарки, в определенное время все купцы собирались в определенном месте и производили окончательные взаиморасчеты по векселям. Это и получило название «вексельной ярмарки».

В то время были учреждены особые ярмарочные суды, разработаны особые регламенты для производства ярмарочных дел, рассчитанные на простоту и строгость взыскания. неисправный должник подвергался личному задержанию, а имущество его немедленно обращалось на удовлетворение притязаний кредиторов.

В XIV веке на бирже в Антверпене впервые начали осуществляться операции с государственными ценными бумагами: продавались долговые обязательства правительств Голландии, Англии, Португалии, Испании и Франции. На здании биржи, открытой в 1531 г. была надпись: «для пользования купцами всех народов и языков». К сожалению, эта биржа была разграблена испанцами. Полутно вспомним, что основной причиной выпуска первых государственных ценных бумаг были войны. Исход войн все больше и больше зависел от финансовой мощи, нежели от военного искусства. Первые государственные ценные бумаги, выпущенные правительствами Голландии и Великобритании, не имели успеха, так как по ним фиксированный процент выплачивался в течение жизни первоначальному покупателю. Эти бумаги могли переходить из рук в руки, но, чтобы получить процент, новый владелец должен был доказать, что первоначальный владелец ценной бумаги жив. Обычно таким доказательством являлось письмо от приходского священника.

Государственные ценные бумаги и торговля ими принимали различные формы. Например, во Франции продавались государственные

должности, и эти откупа, по сути дела, также являлись государственными ценными бумагами, они могли перепродаваться. В начале XVIII века шотландец Джон Ло, занимавшийся различного рода финансовыми спекуляциями с ценными бумагами, собрал для покрытия дефицита государственного бюджета Франции огромную сумму денег. Торговля ценными бумагами велась Дж. Ло и его компаньонами на улице. После краха спекуляций Дж. Ло в 1720 г. полиция систематически разгоняла продавцов и покупателей ценных бумаг. Позже им было разрешено собираться в саду при гостинице Суассон, где были построены деревянные будки.

В Великобритании до середины XIX века основными ценными бумагами, торговавшимися на Лондонской фондовой бирже, были именно государственные обязательства, поскольку существовало законодательное ограничение на создание акционерных обществ в связи с историей с Компанией южных морей, о чем будет рассказано ниже.

Туманный Альбион известен и тем, что здесь выпускались и бесспорные облигации, чего не встречалось в других странах. Читая «Сагу о Форсайтах» Джона Голсуорси, многие, наверно, задумывались: «А что же это такое — трехпроцентные консоли, в которые «вложился» Тимоти Форсайт, за что удостоился презрения всей семьи» (к слову сказать, умер Тимоти Форсайт миллионером)? Консоли — это государственные облигации, которые никогда не погашаются. Они выпускаются в Великобритании с середины XVIII века. В конце XX века в обращении находилось 9 выпусков таких консолей, самый старый из которых — консоли 1750 года, которые приносят своим владельцам доход в размере 2,5 % годовых. Проценты по консолям выплачиваются 4 раза в год.

Именно для торговли государственными ценными бумагами в 1771 году была создана фондовая биржа в Вене. Венская биржа была типичным государственным учреждением и служила источником пополнения бюджетных средств. Маклеры Венской биржи являлись государственными должностными лицами и имели исключительное право на заключение биржевых сделок. Они устанавливали курсы государственных ценных бумаг (маклерскую цену), которые ежедневно вывешивались у входа на биржу.

Первое в мире публичное акционерное общество (аналог современного открытого акционерного общества) было основано в Великобритании как компания негочантов «Торговцы — искатели приключений для открытия регионов, владений, островов и неизвестных мест». Для первой экспедиции были куплены три корабля, которые в мае 1553 года отчалили из Лондона и направились в Россию (в своей

исторической новелле «Бонавентуре» — добрая удача» В. Пиккуль рассказывает об этой экспедиции. После возвращения экспедиции королевской хартией в феврале 1555 года Мария Тюдор Кровавая образовала «Московскую компанию», представители которой снова прибыли в Москву, к Ивану Четвертому Грозному, и многое сделали для развития российско-британских торговых отношений. «Московская компания» просуществовала до 1917 года.

Старейший из сохранившихся в мире сертификат акции находится в собственности Амстердамской фондовой биржи. Он был выпущен Объединенной Восточно-Индийской компанией в 1606 г. (сама компания просуществовала до конца XVIII века).

Итак, первые крупные акционерные общества возникали с целью совершения крупных торговых операций и торговых морских перевозок. Одним из таких обществ была акционерная компания Южных морей, созданная в Великобритании в 1711 г. с целью перевозки и продажи черных рабов в колонии Южной Америки. Однако ядро деятельности этой компании в 1711—1721 гг. составили финансовые спекуляции. Так, в 1720 году компания получила право обмена своих акций на государственные долговые обязательства, находящиеся в руках частных лиц. При обмене 100 государственных ценных бумаг она приобрела право выпуска 100 дополнительных акций. Учредители компании надеялись на огромные спекулятивные прибыли от выпуска новых акций, поскольку продавались они выше номинала, поэтому Компанией Южных морей была создана система широкой поддержки продаж своих акций. Это и использование ссуд Банка Клинковых лезвий для покупки акций по цене выше номинала, и прямые и косвенные взятки, и объявление очень высоких дивидендов (до 30—50 %). В правлении компании состояли выдающиеся государственные деятели и финансисты Великобритании, что не могло не внушать доверия. Широко использовалась реклама. В результате курсовая стоимость росла, и если в середине апреля 1720 года акции Компании Южных морей шли по 300 ф. ст., то в конце этого же месяца — уже по 400, в середине июня — по 1000!

Спекулятивная атмосфера и легкость доступа к банковским ссудам вызвали ажиотаж и привели к тому, что в Великобритании в этот период были созданы многие другие акционерные общества в разных сферах — в сфере страхования, во внутренней и внешней торговле, в промышленности. Среди них были и такие необычные компании, как «компания для покупки товаров, принадлежащих банкротам, и продажи их на аукционе», «компания по немедленной и эффективной организации похорон в любой части Великобритании» и т. д.

Подписка на акции принималась в тавернах и кофейнях в одном из районов Лондона. Многие компании были мошенническими.

Однако принятие закона — «Акта о мыльных пузырях», в соответствии с которым незарегистрированные акционерные общества объявлялись незаконными, вызвало в конце лета 1720 года стремительное понижение цен акций на рынке. Акции Компании Южных морей также стали падать. В начале сентября они опустились до 670 ф. ст., 19 сентября — до 380 ф. ст. Банк клинковых лезвий 29 сентября прекратил платежи, а его акции компании опустились ниже 200 ф. ст. Изюминкой ситуации являлось то, что принятие «Акта о мыльных пузырях» во многом было делом рук самой Компании Южных морей, которая намеревалась убрать конкурентов. Потерями была затронута королевская семья, большинство членов парламента, широкие круги общества. С тех пор появилось такое выражение, как «Пузырь Южных морей» — пример выпуска необеспеченных акций, того, что мы сегодня называем «финансовой пирамидой».

На рубеже XVI—XVII веков появились чеки, одновременно в Великобритании и Голландии. Голландские банкиры выдавали своим клиентам, сдавшим на хранение деньги, особые квитанции на предъявителя, которыми можно было расплачиваться по своим долларам. Английские банки предоставляли в распоряжение своих вкладчиков специальные книжки с приказными бланками (прообраз чековой книжки), которые можно было использовать для расчетов. Чековое обращение долгое время регулировалось не законодательством, а исключительно банковской и коммерческой практикой. В дальнейшем чеки стали использоваться и в других странах.

Сегодня, когда мы говорим о фондовом рынке, сразу возникает ассоциация с фондовой биржей, биржевыми маклерами, лихорадками, спекуляциями, однако начиналось развитие фондового рынка с внебиржевого рынка. Так в Великобритании, например, одна из первых внебиржевых сделок зарегистрирована в 1568 г, когда владелец акций горнорудной компании продал часть принадлежащих ему акций. В конце XVII века этот рынок стал уже более сложным, на нем заключались сделки с бумагами более 100 акционерных обществ и находились в обращении многочисленные государственные обязательства, в том числе сделки на срок. Появилась профессия — брокер по ценным бумагам. В 1694 г. очевидец так описывал его работу: «Способ ведения торговли следующий: человек с деньгами обходит брокеров (они обычно располагаются на Бирже или в кофейне Джонатана; иногда в других кофейнях) и спрашивает, как идут акции? Основываясь на полученных сведениях, предлагает брокеру купить или про-

дать такие-то партии таких-то и таких-то акций и, если он может, по такой-то и такой-то цене. Затем он старается что-нибудь сделать среди тех, у кого есть полномочия продавать их и, если получится, совершает сделку... В другое время он спрашивает их (брокеров), что они хотят иметь за отказ от такого-то количества акций. Это значит, сколько гиней за акцию он должен дать за свободу купить или отказаться от покупки им данных акций по данной цене, в любое время внутри 6 месяцев, или в другое время, согласованное с ними».

Несмотря на то, что на внебиржевом рынке совершается большая часть сделок с ценными бумагами, именно фондовая биржа характеризует состояние не только всего рынка ценных бумаг, но и, порою, всей экономики в целом. А началась история бирж еще в XVI веке (впрочем, историки утверждают, что корни биржевой торговли уходят еще в Древний Рим). В нидерландском городе Брюгге на площади стоял дом старинного семейства Van der Burse, на гербе которого были изображены три кошелька (от лат. *Bursa* — кошелек). Встречи купцов для заключения торговых сделок, приезжавших в этот город со всей Европы, часто назначались около этого дома. Постепенно выражение «идти к Бурсе» стало привычным, т.е. им начали обозначать места встреч купцов и в других европейских странах. Отсюда и ведет свое начало слово «биржа».

В 1611 г. была создана Амстердамская биржа, которая была одновременно товарной и фондовой. Здесь впервые продаются и покупаются не только векселя и государственные ценные бумаги, но и акции — акции голландских и британских торговых компаний. Первоначально в Амстердаме не более 20 человек держали в своих руках всю торговлю акциями, но к концу XVII века число лиц, участвовавших в ней, сильно возросло. Стали играть на части акций, даже самые мелкие. В этой игре принимало участие все население, старики, женщины и дети.

Первая специализированная фондовая биржа появилась в Великобритании. В 1773 г. лондонские брокеры, заключавшие сделки с ценными бумагами в кофейне Джонатана в Сити, в районе Королевской биржи (эта биржа, на которой осуществлялась торговля и товарами, и ценными бумагами, ведет свою историю с 1564 года), арендовали для своих встреч специальное помещение, впервые названное фондовой биржей (*Stock Exchange*). К слову сказать, независимые британцы не приняли термин *bursa* и до настоящего времени используют для обозначения биржи термин *exchange*. В то время любой желающий мог принять участие в торгах на Лондонской фондовой бирже, заплатив за это 6 пенсов в день.

Крупнейшая фондовая биржа мира — Нью-Йоркская фондовая биржа — отсчитывает свою историю с 1792 года. Именно тогда 24 нью-йоркских брокера, заключавшие сделки с ценными бумагами, как и их лондонские коллеги, в кофейнях в южной части Манхэттена, собрались под большим платаном на Уолл-Стрит и подписали соглашение о создании фондовой биржи.

Таким образом, зародившись на рубеже XII—XIII веков, рынок ценных бумаг к началу XIX века приобрел свои характерные очертания. В мире активно использовались векселя и чеки, на фондовых биржах обращались акции и долговые обязательства, государства активно делали займы под собственные ценные бумаги. Появились профессиональные менялы-банкиры и биржевые брокеры. Однако действительно стремительно фондовый рынок начал развиваться только в XIX веке.

Развитие фондового рынка в XIX—XX веках

Давайте вспомним, что же происходило на рубеже XVIII и XIX веков в развитии материальной культуры и экономических отношений в мире? В это время на смену отживавшему феодализму пришел капитализм, основанный на личной и экономической свободе работников. Средневековые ремесленные цеха выросли сначала в простую мануфактуру, а потом в капиталистическую фабрику, основанную на машинном производстве. В начале XIX века появились первые механические молоты, прессы, металлообрабатывающие станки: токарный, фрезерный и сверлильный. Стала развиваться металлургическая промышленность, произошел полный переворот в средствах транспорта и связи. Появились железные дороги, речные и океанские пароходы, телеграф. Появившись впервые в Англии, крупное машинное производство стало распространяться и в других странах.

Создание крупных, технически хорошо оснащенных предприятий с большим удельным весом основного капитала и длительными сроками строительства требовало огромных капитальных вложений, намного превосходивших средства отдельных лиц. Где взять денег для строительства таких предприятий? Банковский кредит эту проблему решить не может, потому что, во-первых, банк предоставляет кредит предпринимателю в ограниченных размерах, не превышающих его собственного имущества, ибо в противном случае возврат ссуды не будет гарантирован. Во-вторых, банковский кредит предоставляется на ограниченный срок. Значит, нужны были какие-то другие формы финансирования производства. Такой формой стали акционерные

общества. Именно с начала XIX века сначала в Англии, а затем и в других странах быстро развивается «акционерное строительство»: акционерных компаний становится все больше, все больший круг граждан становится владельцами акций и облигаций. К. Маркс, исследуя развитие капитализма, писал о том, что именно благодаря акционерным обществам наблюдалось «колоссальное развитие масштабов производства и возникновение предприятий, которые были невозможны для отдельного капитала».

Акционерные общества способствовали централизации и концентрации капитала, без чего невозможно развитие крупного производства.

Централизация капитала — это объединение двух или более индивидуальных капиталов в один общий капитал.

То, что акционерное общество возникает в результате централизации капитала — это очевидно. Но почему именно акционерное общество, а, например, не общество с ограниченной ответственностью? Здесь очень существенны два момента.

Во-первых, каждый акционер, в том числе и учредитель, несет ограниченную ответственность за деятельность компании. Ограниченная ответственность означает, что акционер не может потерять больше, чем вложил в покупку акции. Если общество обанкротится, акционер не будет отвечать по обязательствам банкрота. Таким образом, ограниченная ответственность означает ограничение рисков акционеров.

Во-вторых, форма акционерного общества защищает и само предприятие. В случае, когда акционер хочет выйти из акционерного общества, он не может изъять свой вклад из уставного капитала. Акционер может только продать свои акции. В этом случае состав акционеров меняется, однако в самом акционерном капитале ничего не изменяется. Сравним с обществом с ограниченной ответственностью: если участник такого общества захочет из него выйти, он имеет право изъять свой вклад, вложенный капитал. В случае, если этот вклад существенный, предприятие может просто прекратить свое существование. Именно по этим причинам акционерная форма собственности стала ведущей в мире. В США, например, на долю акционерных обществ приходится производство около 90 % валового внутреннего продукта.

Концентрация капитала — это увеличение капитала за счет внутреннего накопления, то есть за счет капитализации прибыли, когда прибыль идет на расширение производства, а не на выплату дохода.

Именно акционерное общество создает возможность более высокой концентрации капитала и, как следствие, расширению производства. Связано это с тем, что рядовые акционеры рассчитывают полу-

чить от своих вложений в акции доходность, примерно равную среднерыночному проценту, т.е. они не претендуют на получение сверхприбылей. Если акционерное общество обеспечивает такую доходность, оно может функционировать, а избыток прибыли направлять в развитие производства.

На рубеже XIX—XX веков стали развиваться инвестиционные фонды (более подробно о них см. главу 9).

Так, в 1868 году в Лондоне был создан инвестиционный траст The Foreign and Colonial Government Trust, очень похожий на инвестиционный фонд. Он обещал «вкладчику со скромными средствами те же преимущества, что и крупным инвесторам... диверсифицируя вложения по целому ряду акций». Этот фонд существует и сейчас.

В США инвестиционные фонды появились позже. До 20-х годов XX-го века большинство американцев со средним доходом всетаки клали деньги в банк или самостоятельно покупали акции, не прибегая к услугам инвестиционных фондов. Первый современный американский взаимный фонд The Massachusetts Investors Trust был создан в марте 1924 года и начал со скромного портфеля в 45 акций и активов \$50 000. Он произвел настоящую революцию в инвестировании, поскольку не только продал, но и выкупал свои акции.

Популярность фондов в США начала расти в 40—50-е годы XX века. Если в 1940 году в США было менее 80 фондов с совокупными активами \$500 млн, то через 20 лет их число достигло 160, а активы — \$17 млрд. Совокупные активы американских открытых фондов составили на конец 1997 года более 4,3 трлн долларов.

Основные характеристики услуг инвестиционных фондов не изменились за сто с лишним лет, однако масштабы их выросли значительно. Так на конец 1997 года совокупная стоимость активов только открытых инвестиционных фондов в мире (не включая активы закрытых, офшорных и хеджированных фондов, а также фондов стран Центральной и Восточной Европы, России и Центральной Азии), составила более 7 трлн долларов США.

Инвестиционные фонды — это не просто механизм для обеспечения выгодных вложений денег мелких инвесторов. Инвестиционный фонд — это механизм превращения мелких сбережений в крупные инвестиции в экономику. И в этом первоочередное значение инвестиционных фондов для хозяйства той или иной страны.

Фондовый рынок — это наиболее динамично развивающийся сегмент финансового рынка. XX век внес свои принципиальные новшества в его развитие. Так, например, уже в 60-е годы появился новый вид ценных бумаг — депозитные и сберегательные сертификаты бан-

ков. Депозитные и сберегательные сертификаты — это ценные бумаги, удостоверяющие факт помещения денег на депозит в банк. В отличие от обычного депозитного вклада, вклад, оформленный с помощью сертификатов, можно «перепродать», продав сам сертификат. В случае, когда по законодательству страны срочный вклад нельзя закрыть досрочно (а именно так и обстояли дела в США, которые и являются родиной сертификатов), свойство обращаемости сертификатов имеет важнейшее значение.

В 80-е годы XX века появились бездокументарные ценные бумаги, то есть ценные бумаги, которые не существуют в виде бумажных сертификатов, а только в «электронном» виде — в виде записей по счетам.

Изменились и формы торговли ценными бумагами. Если на классических фондовых биржах торговля велась непосредственно и только в здании биржи, «на полу» или «на паркетe», сделки заключались методом «открытого выкрика», «с голоса», то в настоящий момент компьютеризация привела к тому, что сделки заключаются с удаленных терминалов, через компьютерную сеть. В настоящее время большая часть бирж развитых стран отказалась от системы «открытого выкрика», перейдя на компьютерную торговлю. Многие молодые биржи на развивающихся фондовых рынках с самого начала создаются на современной технической базе, используя только электронные торговые системы.

Интересно, что крупнейшая биржа мира — Нью-Йоркская фондовая биржа по-прежнему использует традиционный механизм торговли «с голоса» и в ближайшие годы не собирается от него отказываться. По-видимому, изменению препятствует как раз то, что это именно крупнейшая биржа в мире, с устоявшимися традициями. При этом, однако, надо подчеркнуть, что в техническом отношении Нью-Йоркская фондовая биржа является одной из самых оснащенных (передача приказов на биржу, урегулирование расчетов, распространение информации и т. д.).

Появление неформальной мировой компьютерной сети Интернет ознаменовало новый этап в развитии форм торговли ценными бумагами. Торговля ценными бумагами через Интернет началась фактически в 1995 г., когда появились первые электронные брокеры (online brokers). К началу 1999 г. примерно 14 % всех приказов в США поступало через одного из 100 таких брокеров. По некоторым оценкам, в Великобритании количество сделок с акциями, совершаемых через Интернет, удваивается каждые три месяца.

Стремительно развивается рынок производных финансовых инструментов — опционов, фьючерсов и др. Первые фьючерсные кон-

тракты появились в США в Чикаго еще в середине XIX века. Это были фьючерсы на пшеницу. С тех пор рынок производных финансовых инструментов изменился не только количественно, но и качественно. Появились финансовые фьючерсы — т. е. фьючерсы на валюту, процентную ставку, фондовый индекс. Появились и более экзотические фьючерсы, например, «президентские». Эти контракты заключаются на фьючерсных биржах в период президентских выборов. Существуют и производные инструменты второго порядка, например, опцион на фьючерс.

Интернационализация хозяйственной жизни привела к формированию рынка евробумаг.

Евробумаги — это ценные бумаги, выпущенные в валюте, являющейся иностранной для эмитента, размещаемые среди зарубежных инвесторов, для которых данная валюта также является иностранной. К ним относятся евроакции и еврооблигации. Это подлинно интернациональный рынок, не имеющий никаких государственных границ и практически лишенный государственного контроля. Приставка в названии «евро» — это дань традиции, поскольку первые евробумаги появились именно в Европе. Основными финансовыми центрами по торговле евробумагами являются Лондон, Люксембург и Цюрих.

Характеризуя современный фондовый рынок, нельзя не сказать о трех ключевых тенденциях его развития во второй половине XX века. Эти тенденции следующие:

— *глобализация* — процесс стирания границ между национальными рынками, интеграция финансовых инструментов (ценных бумаг), участников рынка, органов регулирования, механизмов торговли ценными бумагами и так далее.

— *секьюритизация* — процесс превращения не обращающейся задолженности в обращающиеся ценные бумаги.

— *дезинтермедиация* (устранение посредника). Эта тенденция проявляется в стремлении участников финансового рынка устранить коммерческие банки, как финансовых посредников. Со стороны инвесторов (вкладчиков) это проявляется в том, что вместо вкладов в банки вкладчики покупают более доходные (но и более рискованные) ценные бумаги. Со стороны эмитентов это проявляется в стремлении привлечь инвестиции не в форме банковского кредита, а за счет выпуска собственных ценных бумаг. С дезинтермедиацией тесно связана и *институционализация* рынка ценных бумаг — то есть формирование института профессиональных финансовых посредников, не являющихся коммерческими банками (например, инвестиционных фондов).

Таким образом, можно сделать вывод о том, что развитие фондового рынка идет вслед за развитием сферы производства, потребностей производства и экономики в целом.

Интернационализация и усложнение хозяйственной жизни привели к интернационализации и к усложнению фондового рынка. Появляются новые ценные бумаги, в том числе производные финансовые инструменты второго и более высоких порядков, изменяется форма ценных бумаг, механизмы торговли ими, состав участников рынка ценных бумаг.

Краткие выводы. Исторически первым сложился рынок векселей.

- Это вытекало из потребности товарного и денежного оборота в Европе в средние века. В условиях множества валют, опасности перевоза наличных денег, вексель стал инструментом, позволяющим проводить расчеты между купцами разных европейских и восточных стран.
- Государственные ценные бумаги появились вследствие растущих финансовых потребностей правительств разных стран в связи с ведением войн. В современных условиях государственные ценные бумаги также выполняют функцию финансирования дефицитов государственных бюджетов, хотя причины возникновения таких дефицитов иные.
- Акционерные общества, зародившись в середине XVI века, в настоящий момент являются самыми распространенными хозяйственными обществами в мире.
- Это связано с тем, что акционерная форма собственности отвечает потребностям развития самого производства, поскольку позволяет аккумулировать огромные средства, но при этом ограничить риск инвесторов (акционеров).
- Рынок ценных бумаг является наиболее динамичным сегментом финансового рынка. Он развивается вслед за потребностями экономики в целом. Новые ценные бумаги, новые механизмы торговли ценными бумагами, изменения в структуре участников рынка ценных бумаг, интернационализация фондового рынка — все эти явления тесно взаимосвязаны с развитием техники, технологии, экономических отношений.

Появление, сущность и структура рынка ценных бумаг

Ценные бумаги — сложное, многообразное и противоречивое экономическое явление. Одни из них появились очень давно, в XII—XIII веках, как, например, векселя, а другие совсем недавно: депозитные и сберегательные сертификаты банка — это детище второй половины XX века. Экономическое содержание и даже «внешняя» форма ценных бумаг разных видов очень отличаются друг от друга. Более того,

с появлением новых технологий, в частности, компьютерных, ценная бумага стала все чаще «сбрасывать» свою «бумажную» форму. Правильно ли в этом случае говорить о «ценной бумаге»?

Чтобы разобраться во всей многогранности мира ценных бумаг, сначала необходимо ответить на вопрос: а что такое ценная бумага как экономическая категория, как наиболее обобщенное, абстрактное, теоретическое выражение объективно существующих экономических отношений?

С юридической точки зрения ценная бумага — это денежный документ, который удостоверяет имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при предъявлении данного документа. Для того чтобы стать ценной бумагой как таковой, финансовый инструмент должен быть признан в качестве ценной бумаги государством.

К ценным бумагам относятся: государственные и муниципальные ценные бумаги; облигация; вексель; чек; депозитный и сберегательный сертификаты; банковская сберегательная книжка на предъявителя; коносамент; акция; приватизационные ценные бумаги; складское свидетельство; инвестиционный пай; закладная, а также другие документы, которые законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке отнесены к числу ценных бумаг.

С экономической точки зрения ценная бумага — это совокупность имущественных прав на те или иные материальные объекты, которые обособились от своей материальной основы, получили собственную материальную форму и могут самостоятельно обращаться на рынке. Ценные бумаги могут предоставлять и неимущественные права (например, акция предоставляет право голоса на общем собрании акционеров, а также право получать информацию о деятельности акционерного общества и так далее).

Для того чтобы какой-либо финансовый инструмент стал ценной бумагой, необходимо чтобы его в качестве ценной бумаги признало государство и сам рынок. В противном случае этот финансовый инструмент является суррогатом ценной бумаги. Суррогат ценной бумаги — это финансовый инструмент, похожий на ценную бумагу и выполняющий функции ценной бумаги, но не признанный государством и деловой традицией в качестве таковой. Вложение денег в суррогаты ценных бумаг повышает риск инвестора, поскольку выпуск и обращение суррогатов ценных бумаг не регулируется государством, права инвесторов, таким образом, не защищены. Эмитенты суррогатов ценных бумаг прибегают к их выпуску для того, чтобы в обход закона привлечь денежные средства инвесторов, избегая процедуры госу-

дарственной регистрации, необходимости раскрытия информации, а иногда и в целях прямого мошенничества.

Эмиссионная ценная бумага — это любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками:

— закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав;

— размещается выпусками;

— имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

В международной практике термин «эмиссионная ценная бумага» не употребляется, а используется другой термин — инвестиционные, или фондовые ценные бумаги. Само название «инвестиционные» свидетельствует о том, что это бумаги, предназначенные именно для инвестирования средств, они — средство накопления доходов. К этим бумагам относятся в первую очередь акции и облигации. В США они также обозначаются термином *секьюрити* (*investment securities*). Дело в том, что в США нет единой категории «ценные бумаги», а выделяются оборотные ценные бумаги (*negotiable instruments*), товарораспорядительные ценные бумаги (*documents of title*) и инвестиционные ценные бумаги (*investment securities*). Их выпуск и обращение имеют различные правовые режимы.

Ценная бумага на предъявителя (предъявительская ценная бумага) — это ценная бумага, права по которой принадлежат лицу, предъявившему эту ценную бумагу. Для передачи прав по этой ценной бумаге другому лицу достаточно простого вручения бумаги этому лицу. Ценные бумаги на предъявителя выпускаются только в документальной (бумажной) форме, наименование (имя) владельца на ней не указывается.

Именная ценная бумага — это ценная бумага, права по которой принадлежат названному в этой бумаге лицу. По именованным ценным бумагам обязательно ведется реестр владельцев (например, реестр акционеров). Права по именной ценной бумаге могут быть переданы другому лицу в установленном законом порядке. При этом наименование (имя) нового владельца указывается на сертификате ценной бумаги и вносится в реестр владельцев ценных бумаг.

Ордерные ценные бумаги — это ценные бумаги, права по которым принадлежат названному в бумаге лицу, которое может само осуществить эти права или своим распоряжением (приказом, ордером), назначить другое управомоченное лицо. Права по ордерной ценной бумаге передаются путем совершения на ней передаточной надписи индоссамента. (Подробно индоссамент будет рассмотрен в главе 3).

ордерным ценным бумагам относятся векселя, чеки, двойные складские свидетельства, коносаменты, закладные.

Рыночная система хозяйствования предполагает наличие трех видов рынков: рынка товаров и услуг, рынка рабочей силы и рынка капиталов или финансового рынка.

Финансовый рынок как экономическая категория — это совокупность отношений, связанных с перераспределением денежных ресурсов между субъектами хозяйствования. Финансовый рынок начал складываться в период формирования товарно-денежных отношений, но высшей точки своего развития достигает при капиталистическом способе производства, основанном на частной собственности на средства производства и свободной купле-продаже рабочей силы. Именно при капитализме товарно-денежные отношения становятся всеобщими. Развитый финансовый рынок становится необходимым условием эффективного развития производительных сил общества, выполняя ряд общественно значимых функций.

Объективная основа возникновения финансового рынка — это несовпадение потребности в денежных ресурсах с наличием источника ее удовлетворения, это постоянное существование в экономике двух полюсов: на одном полюсе — субъекты хозяйствования, которые имеют свободные денежные ресурсы, на другом полюсе — экономические субъекты, нуждающиеся в денежных ресурсах. Таким образом, мы видим, что необходим перераспределительный механизм. Этим перераспределительным механизмом и является финансовый рынок.

Структурно финансовый рынок подразделяется на два сегмента: на рынок банковских кредитов и рынок ценных бумаг.

Рынок кредитов (ссудных капиталов) — это сфера деятельности банков, где объектом сделок являются срочные, платные и возвратные ссуды, не связанные с оформлением специальных документов, которые могли бы самостоятельно обращаться на рынке. Рынок ценных бумаг — часть финансового рынка, где осуществляется эмиссия и обращение ценных бумаг, то есть специальных документов, которые имеют собственную стоимость и могут самостоятельно обращаться на рынке.

Кроме термина «рынок ценных бумаг» используется также термин «фондовый рынок». Между этими терминами есть некоторое различие. Фондовый рынок объединяет оборот только фондовых (инвестиционных, эмиссионных) ценных бумаг, рынок ценных бумаг — оборот всех ценных бумаг, то есть понятие «рынок ценных бумаг» несколько шире, чем «фондовый рынок». В отличие от финансового рынка, на котором обращаются финансовые активы, рассматривают и рынок реальных активов, на котором обращаются реальные материальные ресурсы.



альные ценности, например, нефть, металлы, продовольствие и т. д. Рынок ценных бумаг выполняет ряд функций, важнейшими из которых являются следующие: финансовое посредничество, перераспределение денежных ресурсов, свободный, хотя и регулируемый, перелив капитала в наиболее эффективные сферы хозяйствования, отрасли и предприятия.

Функцию централизации капитала (соединения двух или более индивидуальных капиталов в один общий капитал) в первую очередь выполняет рынок акций. Развитие акционерных обществ вызвано развитием самих производительных сил общества.

Создание крупных, технически хорошо оснащенных предприятий с большим удельным весом основного капитала и длительными сроками обращения требует огромных капитальных вложений. Индивидуальный капитал не может предоставить такие средства в силу своей ограниченности и стремления снизить финансовые риски. Банковский кредит не может быть формой финансирования подобных предприятий также из-за жестких условий предоставления. Это препятствие преодолевает форма акционерного общества.

Акционерное общество, централизуя огромные капиталы посредством выпуска и продажи акций, в то же время не обязано возвращать деньги акционерам через какой-то срок, т. к. оно заинтересовано в повышении степени концентрации капитала и производства (увеличении капитала путем накопления, то есть капитализации чистой прибыли). Владельцы акций, как правило, не претендуют на получение сверхприбыли, они довольствуются дивидендом, величина которого близка величине рыночного процента. Если акционерное общество способно выплачивать акционерам такой дивиденд, то «излишки» чистой прибыли можно капитализировать.

В определенные периоды развития экономики страны рынок ценных бумаг может выполнять специфические функции. Например, в период приватизации через ценные бумаги происходило разгосударствление собственности и формирование прав собственности на средства производства у частных физических и юридических лиц.

В годы централизованной директивной экономики можно говорить о существовании только незначительного количества элементов финансового рынка.

Фактически можно назвать только два полюса, между которыми могло происходить перераспределение денежных ресурсов через подобие рыночных отношений: государство и население. При этом государство являлось чистым потребителем капитала, население — чистым поставщиком его.

Глобализация финансовых рынков, являющаяся одной из ключевых тенденций конца XX века, означает необходимость соответствовать принятым в мире стандартам и «правилам игры», однако достигнуть этого в короткий исторический отрезок не так-то просто.

Это было бы возможно, если бы государство, выполняя свою регулирующую роль, сделало бы упор на создание условий (законодательных, информационных, налоговых и так далее) для быстрого развития финансового рынка как механизма привлечения финансовых ресурсов в сферу реального производства, особенно в его наиболее перспективные с точки зрения эффективности и рентабельности сектора.

Для того чтобы понять, как функционирует рынок ценных бумаг, необходимо рассмотреть его структуру. Основными группами участников рынка ценных бумаг являются эмитенты, инвесторы, профессиональные участники рынка ценных бумаг.

Эмитенты — это юридические (а в некоторых случаях и физические) лица и органы государственной власти и муниципальных образований, которые выпускают ценные бумаги от своего имени и несут обязательства по ним перед инвесторами. Эмитентами являются, например, акционерное общество, Министерство финансов, коммерческие банки и т. д. Выписывать векселя могут и физические лица.

Инвесторы — это юридические и физические лица, которые покупают ценные бумаги от своего имени и за свой счет, на свой страх и риск.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг — это юридические и физические лица, выполняющие функцию финансовых посредников, непосредственно осуществляющие операции и предоставляющие услуги по перераспределению денежного капитала (будут подробно рассмотрены в главе 4). Обеспечивает нормальное функционирование рынка ценных бумаг инфраструктура рынка. Инфраструктура рынка ценных бумаг — это совокупность участников рынка ценных бумаг и применяемых ими технологий, функций и процедур, обеспечивающих нормальное функционирование рынка ценных бумаг. Она состоит из:

- торговой инфраструктуры;
- депозитарной и расчетно-клиринговой инфраструктуры;
- регулятивной инфраструктуры;
- информационной инфраструктуры.

Классификация рынка ценных бумаг

Одним из важных вопросов при анализе рынка ценных бумаг является вопрос о его классификации по различным основаниям. Анализ структуры рынка служит решению острейшей практической задачи —

сегментации рынка, выбора своей ниши на рынке для эффективной деятельности в условиях острой и возрастающей конкуренции.

Рассмотрим некоторые классификации рынка ценных бумаг.

По географическому признаку можно выделить:

1. Национальный рынок ценных бумаг;
2. Региональный рынок ценных бумаг;
3. Международный рынок ценных бумаг;
4. Мировой рынок ценных бумаг.

Национальный рынок ценных бумаг — это относительно замкнутый оборот ценных бумаг внутри национальной экономики. На национальном фондовом рынке происходит перераспределение внутренних денежных капиталов между субъектами экономической деятельности.

Региональный рынок ценных бумаг — это относительно замкнутый оборот ценных бумаг внутри данного региона. Региональные рынки ценных бумаг могут формироваться внутри национального государства, а также в рамках регионов, объединяющих несколько национальных рынков, например, рынок ценных бумаг стран Юго-Восточной Азии, Латиноамериканских стран и т. д.

Международный рынок ценных бумаг — это оборот ценных бумаг между национальными экономиками. Основным признаком «международности» рынка является пересечение национальным капиталом национальных границ, перелив капитала из одной страны в другую.

Мировой рынок ценных бумаг — это совокупность национальных фондовых рынков в их взаимосвязи и взаимозависимости.

По месту обращения ценных бумаг рынок ценных бумаг делится на — биржевой рынок ценных бумаг;

— внебиржевой рынок ценных бумаг.

Биржевой рынок ценных бумаг — это обращение ценных бумаг на фондовой бирже (будет подробно рассмотрен в главе 6). Биржевой рынок — это организованный рынок, на котором обращаются специально отобранные ценные бумаги, операции проводят лучшие, наиболее финансово устойчивые профессиональные посредники. Это — ядро рынка ценных бумаг.

Внебиржевой рынок ценных бумаг — это обращение ценных бумаг вне фондовой биржи. Внебиржевой рынок может быть организованным и неорганизованным (стихийным). В последнее время наблюдается сближение биржевого и внебиржевого организованных рынков ценных бумаг.

По отношению ценных бумаг к их выпуску в обращение можно выделить: — первичный рынок ценных бумаг; — вторичный рынок ценных бумаг.

Первичный рынок ценных бумаг — это продажа ценных бумаг их первым владельцам. Именно на первичном рынке эмитент (например, акционерное общество), продавая свои ценные бумаги (акции или облигации), привлекает капитал инвесторов, поэтому важнейшей чертой первичного рынка ценных бумаг является раскрытие информации эмитентом о себе и о выпускаемых ценных бумагах. Имея всю необходимую информацию, инвестор может принять взвешенное решение о покупке предлагаемых ценных бумаг.

Вторичный рынок ценных бумаг — это перепродажа ценных бумаг, их обращение после первичного размещения. Важнейшей чертой вторичного рынка ценных бумаг является его ликвидность. **Ликвидность** рынка ценных бумаг — это его способность поглощать в короткое время значительные объемы ценных бумаг при незначительных колебаниях курсовой стоимости и низких издержках на реализацию. Несмотря на то, что с вторичного рынка эмитент не может привлечь капитал, развитый вторичный рынок является очень важным фактором и для формирования первичного рынка. Ведь если покупатель знает, что его ценная бумага ликвидная, он с большей уверенностью купит такую бумагу и на вторичном, и на первичном рынке. Под ликвидностью ценной бумаги понимается способность ценной бумаги быстро и без существенных потерь продаваться на рынке при незначительных колебаниях курсовой стоимости и низких издержках на реализацию.

По срокам обращения ценных бумаг рынок ценных бумаг делится на: — денежный рынок; — рынок капиталов.

На денежном рынке происходит обращение ценных бумаг со сроком до погашения до 1 года. Это могут быть краткосрочные обязательства государства, краткосрочные облигации компаний, векселя.

На рынке капиталов происходит обращение ценных бумаг со сроком до погашения более 1 года. К ним относятся акции, долгосрочные облигации, инвестиционные паи, долгосрочные государственные ценные бумаги.

Интересно, что вопрос о «срочности» рынка в разных государствах и в зависимости от экономической ситуации решается по-разному.

По видам ценных бумаг можно выделить: рынок акций; — рынок облигаций; рынок государственных обязательств; вексельный рынок, рынок производных финансовых инструментов (фьючерсов, опционов), и так далее.

Каждый из этих сегментов имеет свои особенности, свой круг инвесторов, свои закономерности формирования и развития.

По видам сделок с ценными бумагами рынок ценных бумаг делится на: кассовый рынок; срочный рынок.

На кассовом рынке сделки исполняются немедленно или в ближайшие дни после их заключения. На срочном рынке исполнение сделок с ценными бумагами осуществляется не в момент заключения сделки, а в определенный момент в будущем.

Примером таких рынков может быть рынок фьючерсов, опционов, заключение форвардных контрактов.

Финансовые риски, связанные с ценными бумагами

Вся экономическая деятельность связана с риском. Почему? Для ответа на этот вопрос необходимо разобраться в том, а что же такое риск?

Риск — это вероятность наступления какого-либо нежелательного события. Риск связан с неопределенностью результатов той или иной деятельности или бездеятельности. Экономическая деятельность вся «пронизана» рисками. Ведь субъекты экономической деятельности — предприятия, банки, отдельные люди — это не Робинзоны на необитаемом острове. Все они находятся в определенных отношениях друг с другом, между ними устанавливаются связи и зависимости. Предприятие, например, зависит от поставщиков и от потребителей своей продукции, от банков, через которые осуществляются расчеты, от государства, которое устанавливает «правила игры», то есть для него всегда существует элемент неопределенности в связи с деятельностью контрагентов, а также и в связи с воздействием других факторов: природных, социальных, политических и т. д.

Финансовые риски, связанные с операциями с ценными бумагами — это вероятность наступления потерь в связи с высокой степенью неопределенности результатов таких операций, а также влияния на них множества экономических и неэкономических факторов, в том числе случайных. Потери в результате реализации финансовых рисков в операциях с ценными бумагами могут проявиться в разных формах, а именно:

— *прямые финансовые потери* (например, ценная бумага, купленная по высокой цене, не может быть реализована без убытков в случае падения ее курсовой стоимости).

— *упущенная выгода* (например, инвестор вместо того, чтобы купить акцию, которая продемонстрировала в будущем высокий рост курсовой стоимости, оставил денежные средства на расчетном счете в банке).

— *снижение доходности* (например, в случае приобретения облигации с «плавающим» купонным доходом в ситуации, когда происходит понижение рыночных процентных ставок).

— *системный (рыночный) риск* — это вероятность наступления потерь в результате падения рынка ценных бумаг в целом. Этот вид риска не связан с какой-то конкретной ценной бумагой, он является общим для всех вложений в ценные бумаги. Инвестор не может каким-либо образом повлиять на значение этого риска, снизить его, поэтому системный риск является недиверсифицируемым и непонижаемым.

Конечно, с течением времени этот риск может измениться в результате стабилизации экономической ситуации, развития производства и т. д., но в данный конкретный момент времени значение этого риска изменить нельзя. Оценивая системный риск, инвестор может принять только два решения: работать на рынке ценных бумаг или уйти в другую сферу для инвестирования (на рынок недвижимости, на валютный рынок, на рынок драгоценных металлов и т. п.).

Было бы неправильным думать, что на развитых, стабильных рынках ценных бумаг системный риск отсутствует. Однако степень этого риска на них, конечно, существенно ниже, да и степень падения рынка в случае кризиса, существенно ниже.

Несистемный, или специфический риск — это вероятность наступления потерь в связи с операциями с конкретной ценной бумагой (портфелем ценных бумаг), это обобщенное понятие, характеризующее все виды рисков, связанных с конкретными ценными бумагами. Этот риск не связан непосредственно с состоянием рынка, напротив, он связан с деятельностью, положением на рынке, качеством менеджмента компании, но наряду с системным риском, свойственным всему рынку в целом, является частью общего риска инвестиций в ценные бумаги. Несистемный риск является диверсифицируемым и понижаемым. Это означает, что инвестор, производя отбор ценных бумаг, удовлетворяющих его с точки зрения риска, диверсифицируя свои вложения (диверсификация вложений — это покупка ценных бумаг разных эмитентов, непосредственно не связанных между собой), может понизить значение данного риска. Несистемный риск включает в себя три группы рисков: макроэкономические риски, риски предприятия (эмитента) и риски управления портфелем и технические риски.

Макроэкономические риски возникают в результате факторов, действующих на уровне экономики в целом, однако разные ценные бумаги по-разному восприимчивы к действию этих факторов.

Страновой риск — это вероятность наступления потерь из-за вложений в ценные бумаги конкретной страны. Инвестор (например, инвестиционный фонд, работающий на международном рынке ценных бумаг) при оценке данного риска отвечает на вопрос: а стоит ли вообще вкладывать средства в ценные бумаги данной страны?

Риски управления портфелем и технические риски — это вероятность наступления потерь из-за неправильных действий управляющего инвестиционным портфелем, а из-за сбоев в системе поставки ценных бумаг, в системе расчетов по сделкам с ценными бумагами, а также сбоями в операционной системе, начиная от ошибок операционистки и кончая компьютерным мошенничеством, потери от этих рисков могут быть очень велики, причем в настоящее время, когда использование компьютерной техники и Интернета позволяет очень быстро доводить информацию до огромного количества пользователей, значимость технических ошибок возрастает на много порядков. Приведем несколько примеров, связанных с реализацией этих рисков.

Риск законодательных изменений — это вероятность наступления потерь из-за изменений законодательных норм или принятия новых, в результате чего изменяется положение ценной бумаги на рынке. Эти изменения могут касаться как непосредственно ценных бумаг (порядок их выпуска и обращения), так и других сфер, например, изменения налогового законодательства, касающиеся доходов от операций с ценными бумагами, антимонопольного законодательства, и т.д.

Инфляционный риск — это вероятность возникновения потерь из-за обесценения доходов от вложений в ценные бумаги в результате инфляции.

Валютный риск — это вероятность наступления потерь при вложении средств в валютные ценные бумаги из-за неблагоприятного изменения курса иностранной валюты по отношению к внутренней валюте.

Отраслевой риск — это вероятность возникновения потерь из-за вложения денежных средств в ценные бумаги конкретной отрасли. С каких позиций оцениваются отрасли при оценке финансовых рисков, связанных с ценными бумагами. Здесь принимаются во внимание 2 критерия: подверженность отрасли циклическим колебаниям и стадия жизненного цикла отрасли.

С точки зрения подверженности отраслей циклическим колебаниям выделяют: а) отрасли, сильно подверженные циклическим колебаниям (например, машиностроение); б) отрасли, незначительно или вообще не подверженные циклическим колебаниям (например, производство товаров повседневного спроса, продуктов питания).

С точки зрения стадии жизненного цикла выделяют:

а) возникающие, венчурные отрасли (например, интернет-технологии); б) отрасли на стадии установившегося роста (например, телекоммуникации); в) отрасли на зрелой стадии развития (например, угледобыча); г) отрасли на стадии угасания, умирающие отрасли (например, угольная отрасль).

Ценные бумаги отраслей, попавших в разные группы по этим классификациям, по-разному проявляют себя на рынке, имеют разные уровни доходности, чувствительности к рыночным колебаниям, разную динамику курсовой стоимости, и все это должен учитывать инвестор при оценке отраслевого риска.

Региональный риск — это вероятность наступления потерь из-за вложения денежных средств в ценные бумаги конкретного региона. Выделяют регионы двух видов: регионы внутри данного государства; регионы за пределами национальных государств. Регионы могут иметь (даже в рамках одного государства) особенности в законодательстве, в степени экономического и политического развития, что и определяет возможные потери инвестора в региональные ценные бумаги.

Риски предприятия (эмитента) — это вероятность наступления потерь из-за покупки ценных бумаг конкретного эмитента (эмитентами могут быть не только предприятия, но и государство и муниципальные образования). В эту группу входят кредитный и процентный риски, риск ликвидности и риск мошенничества.

Кредитный риск — это вероятность наступления потерь из-за того, что эмитент не сможет выполнить свои обязательства по выплате основной суммы долга, оформленного ценными бумагами, или процентов по нему. Кредитный риск относится только к тем ценным бумагам, по которым эмитент имеет фиксированные обязательства, например, это могут быть облигации, векселя, депозитные и сберегательные сертификаты банков, а также привилегированные акции с фиксированным дивидендом. К обыкновенным акциям кредитный риск не относится, поскольку акционерное общество не обязано выплачивать дивиденды (например, если нет прибыли).

Процентный риск — это вероятность наступления потерь из-за изменения рыночных процентных ставок. Интересно, что этот вид риска относится не только к инвесторам, но и к эмитентам ценных бумаг.

Риск ликвидности — это вероятность наступления потерь из-за падения курсовой стоимости ценных бумаг.

Риск мошенничества — это вероятность наступления потерь из-за нарушения законодательства, прямого мошенничества, нарушения прав акционеров. Риск мошенничества существует всегда, но особенно он повышается в периоды грюндерства. Грюндерство (от нем. Grunder — основатель, учредитель) — это массовое лихорадочное учредительство новых предприятий, банков, сопровождаемое биржевыми спекуляциями, нездоровым ажиотажем. Само по себе учредительство — это не мошенничество, однако вероятность мошенничества в такие периоды велика.

обыкновенная акция дает один голос при решении вопросов на общем собрании акционеров.

Привилегированные акции в общем случае не дают права голоса на общем собрании акционеров, но гарантируют фиксированный дивиденд и определенный размер ликвидационной стоимости акции. Разные выпуски привилегированных акций одного акционерного общества могут предоставлять своим владельцам разные права и привилегии и иметь разные номиналы. Интересно, что закон «Об акционерных обществах» предоставляет широкие возможности для комбинаций прав, закрепляемых привилегированными акциями. Так, например, устав акционерного общества может предоставлять право голоса по ним. Кроме того, по закону «Об акционерных обществах» владельцы привилегированных акций имеют право голоса при решении вопросов на общем собрании акционеров о реорганизации и ликвидации общества, а также получают право голоса по всем вопросам компетенции общего собрания акционеров в случае невыплаты обозначенных в уставе дивидендов по привилегированным акциям.

Размер дивиденда по привилегированным акциям, равно как и размер ликвидационной стоимости привилегированных акций, может быть обозначен следующим образом:

- в виде фиксированной денежной суммы;
- в виде процента от номинальной стоимости акции;
- в уставе может быть определен порядок расчета дивидендов или

ликвидационной стоимости акции;

- в уставе вообще может ничего не содержаться по поводу размер дивидендов и ликвидационной стоимости привилегированных акций

В последнем случае привилегированные акции дают право на получение дивиденда наравне с простыми акциями, а ликвидационная стоимость определяется в установленном законом порядке, но не может быть ниже номинала акции.

Дивиденд — это доход по акции, это часть чистой прибыли акционерного общества, выплачиваемая акционеру. Решение о выплате дивидендов принимает общее собрание акционеров по предложению совета директоров. Общее собрание не может увеличить размер дивиденда по сравнению с предложенным советом директоров, даже если у общества огромная чистая прибыль, но может его уменьшить.

Дивиденд, приходящийся на одну акцию и выраженный в денежной сумме, по-другому называется массой дивиденда. Масса дивиденда, соотношенная с номинальной стоимостью акции, показывающая ставку дивиденда. Ставка дивиденда выражается в процентах. Дивиденд начисляется и выплачивается только на те акции, которые на-

ходятся в обращении. Если акционерное общество выкупило акции у акционеров, и они находятся на балансе АО, то такие акции не участвуют в голосовании, по ним не начисляется и не выплачивается дивиденд.

Привилегированные акции всегда имеют преимущества перед простыми с точки зрения очередности выплат. Так, в любом случае дивиденды по привилегированным акциям начисляются и выплачиваются до того, как начисляются и выплачиваются дивиденды по простым акциям. То же относится и к выплате ликвидационной стоимости акций. Если у акционерного общества нет в текущем году чистой прибыли, то дивиденды по простым акциям не будут выплачены. Дивиденды же по привилегированным акциям могут выплачиваться не только из чистой прибыли, но и из специального фонда, если такой фонд был сформирован. В мировой практике выпускается множество разновидностей как обыкновенных, так и привилегированных акций. Так, например, простые акции могут различаться по режиму голосования (предоставлять один или несколько голосов).

Можно выделить следующие основные разновидности привилегированных акций: кумулятивные; некумулятивные; конвертируемые; участвующие; привилегированные акции с регулируемой ставкой дивидендов голосующие привилегированные акции, и так далее.

Кумулятивные привилегированные акции отличаются от некумулятивных тем, что в случае невыплаты дивидендов по кумулятивным акциям эти дивиденды «накапливаются» и выплачиваются при первой же возможности. Например, если у акционерного общества нет чистой прибыли и не сформирован специальный фонд для выплаты дивидендов по привилегированным акциям, то такие дивиденды за текущий год и не будут выплачены. Однако когда чистой прибыли будет достаточно, то дивиденды по кумулятивным акциям будут выплачены суммарно за все предыдущие годы. Если же дивиденды не выплачены по некумулятивным акциям, то они уже не будут за этот год выплачены никогда, однако сами акции получают право голоса на общем собрании акционеров наряду с обыкновенными до того момента, пока не начнут выплачиваться дивиденды.

Конвертируемые привилегированные акции — это акции, которые при определенных условиях могут быть превращены (конвертированы) в другие ценные бумаги, чаще всего — в обыкновенные акции.

Участвующие привилегированные акции называются так потому, что они участвуют в дополнительном распределении чистой прибыли. По таким акциям установлен минимальный фиксированный уровень дивиденда, однако, если прибыли будет достаточно, то эти акции получают дивиденд наравне с обыкновенными акциями.

Привилегированные акции с регулируемой ставкой дивидендов — это акции, размер дивидендов по которым «привязан» к какому-то показателю, экономическому индикатору, например, к ставке по депозитам в банках высшей категории надежности, к уровню инфляции, к доходности на рынке государственных ценных бумаг и т. д.

Акции имеют свою цену. Различают следующие виды цены акции: номинальная; эмиссионная; курсовая; балансовая; ликвидационная.

Номинальная цена акций прямо связана с величиной уставного капитала. Ведь уставный капитал акционерного общества формируется за счет номинальной стоимости размещенных акций. Акционерные общества по решению общего собрания акционеров могут изменять номинальную стоимость акций.

Сплит, или дробление акций — это уменьшение номинальной стоимости акций с одновременным пропорциональным увеличением их количества.

Консолидация, или обратный сплит акций — это увеличение номинальной стоимости акций с одновременным пропорциональным уменьшением их числа в обращении.

Дробление и консолидация акций не ведут к изменению уставного капитала, а означают лишь изменение количества акций в обращении.

Эмиссионная цена акций — это цена, по которой акции продаются их первым владельцам. Эмиссионная цена не может быть ниже, чем номинал, поскольку тогда акционерное общество не сможет сформировать свой уставный капитал. Разница между эмиссионной и номинальной стоимостью акции составляет эмиссионный доход.

Эмиссионный доход является добавочным капиталом акционерного общества, он не может быть использован на цели потребления, то есть не может быть выплачен в виде дивидендов.

Рыночная, или курсовая стоимость акции — это цена, по которой акция продается на вторичном рынке. Это — основная форма цены. Именно рыночная цена показывает, чего «стоит» акция. Рыночная цена зависит от многих факторов, которые в совокупности проявляются на рынке как соотношение спроса и предложения на данные акции. Для инвесторов основным вопросом является, принесет ли данная акция дивиденды? В зависимости от ответа на этот вопрос и складываются предпочтения инвесторов. Инвестор сравнивает индивидуальный доход, приносимый конкретной акцией, со средней нормой доходности в настоящий момент. Сколько целесообразно заплатить за такую акцию? Можно дать следующий ответ: столько же, сколько денег следовало бы положить в банк, чтобы получить такой же доход.

$$\text{Курс акции} = \frac{\text{Дивиденд}}{\text{Ставка процента}} \times 100 \%$$

Произведение рыночной стоимости акции на количество выпущенных акций определяет капитализацию компаний. Совокупная капитализация всех компаний, акции которых обращаются на фондовом рынке, определяет капитализацию рынка ценных бумаг в целом.

Балансовая стоимость акций — это стоимость акции, рассчитанная по данным бухгалтерского баланса акционерного общества. Она определяется как частное от деления стоимости чистых активов (имущества) акционерного общества на количество выпущенных акций и показывается, таким образом, величину активов акционерного общества по данным баланса, приходящихся на одну акцию. На первый взгляд кажется, что именно эта цена и является самой «справедливой» ценой акции. Но это не так. Во-первых, активы предприятия оцениваются по балансовой, а не по рыночной стоимости, а они не всегда совпадают. А во-вторых, как уже говорилось, для инвестора важно не то, какими активами обладает предприятие, а то, какую прибыль оно способно приносить в будущем. Например, в консалтинговой фирме основным «активом» являются «мозги» — интеллектуальные способности работников-консультантов, а они вообще никак не отражены в балансе. Таким образом, балансовая стоимость акции такой компании может быть невысокая, а рыночная — наоборот, очень высокая.

Ликвидационная стоимость акций — это та величина, которую получают акционеры в случае ликвидации акционерного общества. После того как общество в процессе ликвидации расплатится со всеми кредиторами, оставшееся имущество ликвидируется (продается), а вырученная сумма делится среди акционеров. При этом сначала выплачивается ликвидационная стоимость привилегированных акций, а затем из оставшихся средств рассчитывается и выплачивается ликвидационная стоимость обыкновенных акций.

Акции выпускаются только акционерными обществами. Акционерные общества могут быть *открытыми* и *закрытыми*.

Открытое акционерное общество (ОАО) характеризуется тем, что его акции могут свободно обращаться на рынке, покупать и продавать их могут все желающие. Количество акционеров такого общества ограничено потенциально лишь числом акций. Акции открытых акционерных обществ могут обращаться на фондовой бирже.

Закрытое акционерное общество (ЗАО) характеризуется тем, что число его акционеров ограничено, их не может быть более 50, а ак-

ции не могут свободно обращаться на рынке. Если акционер такого общества захочет продать свои акции, сначала он должен предложить их другим акционерам. Если никто из акционеров эти акции не захочет купить, то эти акции должны быть предложены к выкупу самому акционерному обществу. И только если и само акционерное общество откажется их выкупить, акции могут быть предложены сторонним инвесторам. Акции закрытых акционерных обществ не могут обращаться на фондовой бирже.

Инвесторы, которые хотели бы купить акции, обращают внимание на ряд показателей, характеризующих акцию. Рассмотрим некоторые из них.

Доход на акцию (EPS). По этому показателю судят о прибыли, оставшейся у компании после выплаты налогов, дивидендов по привилегированным акциям, и приходящейся на одну обыкновенную акцию (в денежной сумме).

$$\text{EPS} = \frac{\text{Прибыль после налогообложения и выплаты процентов и дивидендов по привилегированным акциям}}{\text{Количество обыкновенных акций}}$$

Этот показатель можно сравнивать с дивидендом, приходящимся на акцию. Если показатель дохода на акцию больше размера дивиденда, это означает, что не вся прибыль была распределена в виде дивиденда, а часть ее «вернулась» в производство, была капитализирована, что означает развитие предприятия, будущий рост, усиление конкурентных позиций на рынке, а значит — и потенциальный рост прибыли, а также курсовой стоимости акции.

Отношение цены акции к доходу на акцию (P/E). Этот показатель рассчитывается как отношение текущей рыночной цены акции к показателю EPS.

$$\text{P/E} = \frac{\text{Текущая рыночная цена акции}}{\text{EPS}}$$

Какова экономическая интерпретация коэффициента P/E? Для инвестора он показывает, за сколько лет при постоянном показателе дохода на акцию окупятся его затраты на покупку данной акции. Высокое значение данного показателя свидетельствует о том, что инвесторы оптимистично оценивают перспективы данной компании и готовы дать высокую цену за единицу дохода.

Однако, с другой стороны, высокое значение коэффициента P/E можно рассматривать и как свидетельство высокого риска, поскольку

цена акции спекулятивна по отношению к доходам, которые лежат в ее основе. Возможно, цена акции завышена по сравнению с ее реальной стоимостью.

Кроме самой цены акций инвесторы принимают во внимание также и изменчивость этой цены. *Изменчивость цены акции* характеризуется β -коэффициентом. Он показывает, как поведет цена данной акции при изменении всего рынка акций или его определенной части (это характеризуется каким-то индексом). По-другому можно сказать, что коэффициент бета служит мерой эластичности процентного изменения цены акции по отношению к одновременному процентному изменению рынка (или индекса).

Коэффициент бета рынка (или индекса) принимается за 1. Если коэффициент бета какой-то акции больше 1, это означает, что при повышении или снижении цен на рынке акций на 10 % цена на эту конкретную акцию вырастет (или упадет) больше чем на 10 %. Значение коэффициента бета от 0 до 1 свидетельствует о том, что при росте рынка акций на 10 % цена данной акции также вырастет, но в меньшей степени. Значение коэффициента бета меньше 1 свидетельствует о том, что при росте рынка цена данной акции будет падать, и наоборот, т.е. цена такой акции меняется в направлении, противоположном движению рынка (можно привести пример из области триллеров, когда в стране разуха, война, нищета, «все падает», то доходы похоронной компании, а, следовательно, и курс ее акций, растут).

В настоящее время кроме самих акций выпускается ряд производных финансовых инструментов, связанных с акциями. Некоторые из этих инструментов выпускаются эмитентом акций, то есть самим акционерным обществом: варранты, подписные права, конвертируемые облигации. Другие — профессиональными участниками рынка ценных бумаг: американские депозитарные расписки, глобальные депозитарные расписки. Быстро развивается и рынок опционных и фьючерсных контрактов, в основе которых лежат акции.

Несмотря на то, что рынок акций — по объему не самый значительный сегмент фондового рынка, рынок акций — это одна из наиболее интересных и интригующих его частей.

Облигация

Облигация — это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный ею срок номинальной стоимости облигации и процента от нее либо иного имущественного эквивалента.

Облигация — одна из самых распространенных ценных бумаг. Эмитентами облигаций могут быть как юридические лица — предприятия, фирмы, банки, учрежденные в любой организационно-правовой форме (акционерное общество, иное хозяйственное общество с ограниченной ответственностью, даже в определенных законом случаях — некоммерческие организации), так и государство в лице органов государственной власти и управления разного уровня.

Облигация — это долговая ценная бумага, поэтому она обладает приоритетом по сравнению с акциями с точки зрения очередности выполнения обязательств по ценным бумагам.

Проценты по облигациям и погашение самих облигаций всегда осуществляется до выплаты дивидендов по привилегированным и обыкновенным акциям. В случае невыполнения эмитентом обязательств по облигациям, инвесторы могут инициировать законные процедуры взыскания задолженности, вплоть до банкротства эмитента. Однако облигации никогда не дают право на участие в управлении эмитентом.

Облигации обязательно имеют номинальную стоимость и конечный срок погашения. В мировой практике случаются случаи, когда срок погашения не определен (например, выпуски консолей — государственных ценных бумаг в Великобритании, первый из которых был сделан в 1750 году, и которые находятся в обращении и в настоящее время). Однако выпуск облигаций без определенного срока погашения — редкое явление.

По форме выпуска облигации могут быть выпущены как в документарной, так и в бездокументарной форме. По форме владения облигации могут быть как именованными, так и на предъявителя. В случае выпуска именных облигаций эмитент обязан обеспечить ведение реестра собственников облигаций в установленном законом порядке (кроме государственных облигаций, по ним реестр владельцев не ведется).

Облигации могут погашаться:

- деньгами. Погашение осуществляется всегда по номиналу;
- товарами;
- услугами;
- ценными бумагами. В условиях выпуска может быть определено, что при погашении инвестору выдаются другие, заранее определенные ценные бумаги. Например, в случае конвертируемых облигаций они в момент погашения, как правило, конвертируются в обыкновенные акции.

Кроме этого, условия выпуска облигаций могут предусматривать иные имущественные права.

По методу выплаты дохода инвесторам выделяют два основных вида облигаций: процентные, или купонные; дисконтные, или бескупонные (облигации с нулевым купоном, zero-купоны).

Процентные, или купонные облигации получили такое свое название потому, что инвесторы получали регулярный доход по ним в виде процента от номинальной стоимости. Факт выплаты дохода удостоверялся тем, что в сертификате самой облигации вырезался купон. Отсюда пошло выражение «жить стрижкой купонов». Купонный доход может выплачиваться несколько раз в год, ставка купона обязательно фиксируется в условиях выпуска облигаций как годовая ставка. При этом размер процентных выплат может быть фиксированным на весь срок обращения облигаций, а может быть плавающим.

Дисконтные облигации (облигации с нулевым купоном) называются так потому, что никаких процентных выплат по ним не предусматривается. Они продаются по цене ниже номинала (т.е. со скидкой, с дисконтом), а погашаются по номиналу. Дисконт, т.е. разница между ценой погашения и ценой покупки, и составляет доход инвестора. По своей конструкции дисконтные облигации таковы, что их цена не может быть выше номинала.

В мировой практике выпускается множество разновидностей облигаций с точки зрения способов покрытия долговых обязательств.

В качестве залога может использоваться недвижимое и движимое имущество эмитента: земля, само предприятие в целом, отдельные объекты, отдельное оборудование, транспортные средства, ценные бумаги. Облигации, обязательства по которым обеспечены залогом имущества, считаются наиболее надежными, поскольку их кредиторы имеют преимущества перед всеми остальными кредиторами. Это преимущество заключается в том, что в случае, когда эмитент не сможет выполнить свои обязательства по погашению облигаций или выплате доходов по ним, заложенное имущество продается на открытом конкурсе, и из полученной суммы погашаются данные облигации до того, как дойдет очередь до всех других кредиторов, в том числе владельцев облигаций, не обеспеченных залогом имущества.

Облигации, не обеспеченные залогом имущества, имеют много разновидностей. Так, простейший вид подобных облигаций — это не обеспеченные облигации, они выпускаются под общее обязательство эмитента погасить их в определенный срок и выплатить обещанный доход. Облигации на определенный инвестиционный проект выпускаются для конкретной цели.

Облигации под конкретный вид доходов эмитента характеризуются тем, что в условиях выпуска фиксируется конкретный источ-

ник их погашения, конкретный вид дохода эмитента. Таким доходом может быть, например, конкретная статья доходов бюджета для государственных и муниципальных облигаций, доход от конкретного вида деятельности предприятия.

Среди прочих разновидностей необеспеченных облигаций следует сказать о так называемых «мусорных», бросовых облигациях. Само название уже свидетельствует о низком инвестиционном качестве, высоком риске. Эти ценные бумаги выпускаются компаниями, которые находятся в сложном финансовом положении, но предпринимают попытки «остаться на плаву». Конечно, риск вложений в такие облигации очень велик (а, следовательно, эмитент должен предложить по ним высокую доходность, иначе их никто не купит). В то же время облигации как вид ценных бумаг — наиболее надежные ценные бумаги. Они проходят процедуру государственной регистрации, регистрации проспекта эмиссии.

Компания должна раскрыть информацию о себе и своем финансовом положении. Конечно, если купить такие облигации одного эмитента, то риск все потерять очень высок. А если сформировать целый портфель из таких облигаций? Какие-то эмитенты разорятся, зато другие выполнят свои обязательства, что в целом обеспечит высокую доходность портфеля. Американские инвестиционные фонды, работающие с «мусорными» облигациями, показывают очень высокие темпы роста своих активов.

Вообще, в практике фондового рынка часто используются сленговые названия ценных бумаг.

Государственные и муниципальные ценные бумаги

Государственные ценные бумаги — это любые ценные бумаги, удостоверяющие отношения займа, в которых должником выступают государство, органы государственной власти или управления.

Государственные ценные бумаги выпускают многие страны с рыночной экономикой. Цели выпуска государственных ценных бумаг — это, прежде всего, финансирование дефицита государственного бюджета, управление наличной денежной массой, финансирование определенных инвестиционных проектов (например, в Японии выпускаются государственные «строительные» облигации, за счет которых осуществляются социальные проекты). Могут быть и иные цели. Так в 1988 г. в Великобритании были выпущены государственные облигации, номинированные в ЭКЮ. Эти бумаги не были связаны с финансированием государственного бюджета, цель их выпуска — по-

полнение валютных резервов страны. В некоторых странах государственные ценные бумаги широко используются для проведения денежной политики путем операций на открытом рынке.

Операции на открытом рынке — это покупка и продажа Центральным банком страны ценных бумаг, чаще всего — государственных. При покупке ценных бумаг Центральным банком денежная масса в обороте расширяется, при продаже — сжимается.

Рынок евробумаг начал формироваться примерно в 60-е годы XX века. Название «евро» — это дань традиции, поскольку первые такие бумаги появились в Европе. В настоящее время — это поистине мировой рынок ценных бумаг, где и эмитентами, и инвесторами, и посредниками выступают представители самых разных стран.

Евробумаги — это ценные бумаги, выпущенные в валюте, иностранной для эмитента, и размещаемые среди зарубежных инвесторов, для которых данная валюта также является иностранной. Различают евроакции, еврооблигации и краткосрочные евробумаги (простые обращающиеся векселя). Эмитентами этих бумаг могут быть не только государства, но и частные компании.

Основными финансовыми центрами рынка евробумаг являются Лондон, Люксембург, Цюрих. Расчеты по сделкам осуществляются через две депозитарно-клиринговые системы — Седел и Евроклир (в 2000 г. произошло объединение Седел с клиринговой организацией Франкфуртской фондовой биржи и образовалась суперсистема Кларстрим).

Рынок евробумаг — это регулируемый рынок. В 1969 г. образовалась ISMA — Ассоциация участников международных фондовых рынков. Этой ассоциацией разработана детальная и масштабная система регулирования, включая правила совершения сделок, улаживания сделок, этики поведения и процедур разрешения конфликтов.

Среди ценных бумаг наибольшее хождение имеют векселя, ордерные и товарораспорядительные ценные бумаги, депозитные и сберегательные сертификаты, коносаменты, складские свидетельства и инвестиционные паи.

Векселя

Вексель — это абстрактное, ничем не обусловленное обязательство векселедателя или приказ векселедателя третьему лицу выплатить указанному лицу (или его приказу) определенную сумму денег в определенный в векселе срок. Вексель погашается только в денежной форме.

Абстрактный характер обязательства, выраженного векселем. Это означает то, что обязательства по векселю не зависят от тех событий,

в результате которых вексель появился. Если вексель появился в результате торговой сделки, которая по каким-либо причинам не выполнена или расторгнута, вексель не теряет своей вексельной силы. Более того. Даже если вексель появился в результате каких-либо махинаций (например, выставление дружеских векселей), вексельное обязательство не теряет своей силы. Вексель абстрагирован от тех событий, в результате которых он появился.

Безусловный характер обязательства, выраженного векселем. Платеж по векселю не может быть обусловлен наступлением каких-либо событий, а если таковые в векселе все же указаны, то они считаются ненаписанными. Это означает, что если вексель имеет вексельную силу (то есть составлен по форме и является подлинным), то платеж по нему должен быть совершен без соблюдения каких-либо условий.

Беспорный характер обязательства, выраженного векселем. Это означает, что взыскание по векселю может быть наложено на всех обязанных по данному векселю лиц без суда («без спора»), а только в результате совершения публичного акта протеста.

Векселя бывают простыми (соло-вексель) и переводными (тратта).

Простой вексель характеризуется тем, что тот, кто его выписывает (векселедатель), является и его плательщиком. В переводном векселе векселедатель предлагает заплатить по векселю другому лицу. Естественно, это другое лицо должно дать свое согласие на оплату векселя. Такое согласие называется *акцепт* и оформляется на лицевой стороне векселя.

Вексель — это ордерная ценная бумага. Это означает то, что права по векселю может осуществлять лицо, названное в самом векселе, или лицо, кому вексель передан «по приказу» (по ордеру). Этот «приказ» оформляется на самом векселе в виде индоссамента.

Индоссамент — это передаточная надпись, которая передает вексель и все права, связанные с ним, новому владельцу. Индоссамент оформляется на обратной стороне векселя. Вексель можно передавать неограниченное количество раз, поэтому если на самом векселе не хватает места, к нему прикрепляют дополнительный лист, который называется *аллонжем*. Индоссамент должен быть непрерывный (лицо А передает вексель лицу Б, лицо Б передает вексель лицу В, и т. д.). Лицо, которое передает вексель по индоссаменту — индоссант — может передать его конкретному лицу, и тогда это будет именной индоссамент, или передать неопределенному лицу, т. е. может состоять только из подписи индоссанта. Такой индоссамент называется *бланковым*. Бланковый индоссамент фактически превращает вексель в предъявительскую ценную бумагу.

Лицо, которое получает вексель по индоссаменту, называется индоссатом. Вексель предъявляется к платежу в строго установленное время — в день платежа или в два последующих рабочих дня. Если плательщик не оплатит вексель, то у векселедержателя появляется право опротестовать его у нотариуса. Протест нотариуса дает право предъявить иск о взыскании вексельной суммы ко всем обязанным по векселю лицам, которые несут по нему солидарную ответственность. Обязанными по векселю лицами являются векселедатель, акцептант (лицо, которое согласилось оплатить переводной вексель), авалист (лицо, которое дало гарантию оплаты векселя) и все индоссанты. Все эти лица являются солидарно ответственными, то есть векселедержатель может взыскать вексельную сумму с любого из этих лиц. Вексель — это один из самых распространенных в мировой практике финансовых инструментов.

Ордерные и товарораспорядительные ценные бумаги

Чек очень похож на переводной вексель, плательщиком по которому может выступать только банк. Однако появился чек значительно позже векселя — на рубеже XVI—XVII веков, одновременно в Великобритании и Голландии. Голландские банкиры выдавали своим клиентам, сдавшим на хранение деньги, особые квитанции на предъявителя, которыми можно было расплачиваться по своим долгам. Английские банки предоставляли в распоряжение своих вкладчиков специальные книжки с приказными бланками (прообраз чековой книжки), которые можно было использовать для расчетов.

Чекоевое обращение долгое время регулировалось не законодательством, а исключительно банковской и коммерческой практикой. Юридический статус чек обрел только во второй половине XIX века с изданием в европейских странах первых чековых законов.

В 1931 году состоялась Женевская конференция, основной целью которой была унификация чековых законов и устранение трудностей международного обращения чеков, вызванных разнообразием правовых норм, установленных в отдельных государствах.

Женевские чековые конвенции — это многосторонние договоры, заключенные на конференциях в Женеве в 1931 году и регламентирующие порядок применения в платежном обороте чеков. Всего разработаны 3 чековых конвенции: конвенция, устанавливающая единообразный чековый закон; конвенция с разрешением некоторых коллизий законов о чеках; и конвенция с гербовым сбором в отношении чеков.

Чек представляет собой распоряжение чекодателя плательщику, является особой формой поручения, даваемого клиентом банку о совершении платежей.

Основой выдачи чека является заключение чекодателя с банком особого соглашения — чекового договора. В силу этого договора банк-плательщик обязан производить оплату чеков в случаях, когда по чеку есть необходимос покрытие (средства на банковском счете, учтенный вексель, денежные средства, полученные у банка в кредит и так далее), чек удовлетворяет формальным требованиям, установленным законом, подписан уполномоченным лицом и предъявлен в установленный срок.

Чек является *ордерной ценной бумагой*. Его обращение осуществляется по индоссаменту. В отличие от векселя, индоссамент, совершенный плательщиком, является недействительным, а индоссамент на плательщика имеет силу расписки чекодержателя в получении платежа.

Все индоссанты являются солидарно ответственными по чеку лицами вместе с чекодателем и авалистами. Однако, в отличие от векселя, плательщик не входит в число ответственных перед чекодержателем лиц за неоплату чека, но в случае несостоятельного отказа от оплаты чека плательщик ответственен перед чекодателем на основании чекового договора.

Чек должен быть оплачен банком-плательщиком по предъявлении в течение установленного срока. Основаниями для отказа в оплате чека может быть несоблюдение формальных требований (отсутствие в чеке необходимых реквизитов, несоблюдение сроков предъявления чека к оплате), и материальные причины (например несоответствие предъявленного чека условиям чекового договора, отсутствие покрытия чека и так далее).

В условиях развитой банковской системы чеки широко применяются как универсальное средство платежа во внутреннем обороте и международных расчетах.

Во внутреннем обороте чеки используются для получения в банке наличных денег, для расчетов за товары и услуги, в качестве инструмента, опосредующего безналичные расчеты.

В международных расчетах чеки используются для осуществления коммерческих платежей (уплата авансовых, гарантийных и других сумм), но главным образом применяются при совершении платежей неторгового характера. Широко распространены банковские чеки как один из самых удобных способов перевода средств из страны в страну (дорожные чеки).

Депозитные и сберегательные сертификаты

Депозитные и сберегательные сертификаты — это одни из самых «молодых» ценных бумаг. Они появились только в XX веке, в начале 60-х годов — в США, в конце 60-х — в Великобритании, позднее — и в других странах.

Депозитные и сберегательные сертификаты — это обращающиеся свидетельства о денежном вкладе в банк. Во всех развитых странах срочные вклады в банк нельзя изъять досрочно или можно это сделать только с очень значительными потерями. В связи с этим возникла потребность в финансовых инструментах, «похожих» на вклад в банк, но обладающих ликвидностью, обращающихся на рынке. Появились депозитные и сберегательные сертификаты, которые еще несколько десятилетий назад были, по сути дела, суррогатами ценных бумаг, однако в дальнейшем были признаны государством в качестве полноценных ценных бумаг.

Эмитентами депозитных и сберегательных сертификатов могут быть только банки. Сертификаты могут выпускаться как именные, так и на предъявителя. Ограничений на сумму номинала не предусмотрено (ни минимума, ни максимума). Деление на депозитные и сберегательные сертификаты связано с владельцами этих ценных бумаг.

Депозитные и сберегательные сертификаты выпускаются только в документарной форме. Погашение этих ценных бумаг может осуществляться только деньгами (в отличие от облигаций, например, которые могут погашаться и в товарной форме).

Депозитные и сберегательные сертификаты не являются, в отличие от облигаций, на которые они в чем-то похожи, эмиссионными ценными бумагами. Они не должны проходить процедуру государственной регистрации, процедуру регистрации проспекта эмиссии. Это означает, что банки могут привлекать ресурсы на основе выпуска сертификатов проще, быстрее и дешевле, чем, например, на основе выпуска облигаций. При выпуске сертификатов не выплачивается налог на операции с ценными бумагами.

Коносамент

Коносамент — это товарораспорядительный документ, дающий право его держателю распоряжаться грузом и получить его после окончания перевозки. Коносамент является ценной бумагой. Коносаменты используются в морских перевозках, в основном во внешней торговле. Условием возникновения коносамента является заключение договора

перевозки груза. В Российской Федерации порядок составления коносамента и его необходимые реквизиты установлены Кодексом торгового мореплавания Российской Федерации, принятым в 1999 г.

Коносамент — это ордерная ценная бумага. Он может составляться на предъявителя, на имя получателя (именной коносамент), а также по приказу отправителя или получателя. Обращение коносамента, выписанного на определенное имя, осуществляется по именным передаточным надписям — по индоссаменту. Никакие изменения в коносамент невозможны. Основными реквизитами коносамента являются следующие: наименование судна; наименование фирмы-перевозчика; место приема груза; наименование отправителя груза; наименование получателя груза; наименование груза и его основные характеристики; время и место выдачи коносамента; подпись капитана судна.

Коносамент выдается перевозчиком отправителю груза после приема груза к перевозке. Коносамент является доказательством того, что груз принят, а также удостоверяет факт заключения договора перевозки. Обычно коносамент составляется в нескольких экземплярах при этом в каждом экземпляре делается пометка о количестве составленных экземпляров. После выдачи груза по одному экземпляру коносамента, все остальные теряют силу.

Простое складское и двойное складское свидетельства

Простое и двойное складские свидетельства — это товарораспорядительные документы. Они выдаются в подтверждение факта заключения договора хранения и принятия товара на хранение. Держатель складского свидетельства получает по нему право распоряжаться товаром в то время, пока товар находится на хранении.

Простое складское свидетельство выдается на предъявителя, что указывается в самом документе и включает следующие обязательные реквизиты:

- наименование и место нахождения товарного склада, принявшего товар на хранение;
- текущий номер складского свидетельства по реестру склада;
- наименование и количество принятого на хранение товара;
- срок, на который товар принят на хранение;
- размер вознаграждения за хранение и порядок оплаты хранения;
- дата выдачи складского свидетельства;
- подпись уполномоченного лица и печать.

Товар, сданный на хранение по складскому свидетельству, можно заложить путем залога, а можно продать свидетельство, тем самым

продав и товар. Для продажи удобнее использовать простое складское свидетельство, а для залога — двойное складское свидетельство. Оно отличается от простого тем, что состоит из двух частей, в каждой из которых содержатся перечисленные выше реквизиты с тем лишь отличием, что указывается один дополнительный реквизит: вместо отметки о выдаче на предъявителя указывается наименование юридического лица или имя гражданина, от которого товар принят на хранение, а также место нахождения (место жительства) товаровладельца.

Складское свидетельство и залоговое свидетельство могут передаваться вместе или порознь по передаточным надписям. Таким образом, складские свидетельства являются ордерными ценными бумагами. Держатель обоих свидетельств (и только он) — складского и залогового — имеет право распоряжения хранящимся на складе товаром в полном объеме. Держатель одного складского свидетельства вправе распоряжаться товаром, но не может взять его со склада до погашения кредита, выданного по залоговому свидетельству.

Инвестиционный пай

Инвестиционный пай — это именная эмиссионная ценная бумага.

Закладная — это именная ценная бумага. Она составляется залогодателем и должником по обеспеченному залогом обязательству и передается первоначальному залогодержателю (кредитору).

Краткие выводы.

- В настоящее время могут выпускаться все виды ценных бумаг, известные в мировой практике.
- Акции — это долевые ценные бумаги, которые дают право на получение дивиденда, право голоса на общем собрании акционеров и на получение ликвидационной стоимости акции в случае ликвидации акционерного общества.
- Облигации — это долговые ценные бумаги, удостоверяющие права кредитора. Облигации могут выпускать как юридические лица, так и органы государственной власти и муниципальные образования.
- Товарораспорядительными ценными бумагами являются коносаменты и складские свидетельства. Они дают право распоряжаться товаром и получить этот товар при наступлении определенных условий.
- Вексель — это безусловное, беспроцентное абстрактное денежное обязательство векселедателя или акцептанта перед векселдержателем. Выпуск векселей регламентируется Женевской вексельной конвенцией.
- **Инвестиционный пай** — это ценная бумага, позволяющая мелкому инвестору обеспечить профессиональное управление инвестируемыми средствами.

Основными участниками рынка ценных бумаг являются эмитенты, инвесторы и профессиональные участники.

Эмитенты

Эмитенты — это «производители» товара «ценные бумаги» — лица, которые выпускают в обращение ценные бумаги и несут ответственность по ним от своего имени и за свой счет. Эмиссионная деятельность для них не является профессиональной, и для ее осуществления им не нужна специальная лицензия.

Инвесторы

Инвесторы — это покупатели товара «ценные бумаги». Они приобретают ценные бумаги за свой счет, на свой страх и риск. Инвестиционная деятельность для них также не является профессиональной, ибо рисковать своими деньгами может кто угодно, никакого разрешения (лицензии) для этого не нужно.

Однако рынок, на котором обращается специфический товар, должен иметь и своих оптовых и розничных продавцов, свою особую организацию торговли, свою инфраструктуру. Вся деятельность, связанная с оборотом ценных бумаг, является для них профессиональной. Она представляет собой все виды услуг, связанных с ценными бумагами: выполнение приказов клиентов на покупку и продажу ценных бумаг, доверительное управление ценными бумагами клиентов, хранение ценных бумаг, организация рынка ценных бумаг и т. д. Ее осуществление требует не только специальных знаний, опыта, организации, значительных объемов первоначального капитала, но и получения специального разрешения от государственных органов — лицензию. Профессиональная деятельность на фондовом рынке находится под строгим контролем государства. И это естественно. Фондовый рынок — это очень малоинерционный рынок. Даже незначительное на первый взгляд событие, техническая ошибка или ра-

пространившиеся неофициальные слухи могут привести к резкому изменению конъюнктуры, к скачкам рыночных цен (курсов) ценных бумаг. Это создает условия для недобросовестных действий на фондовом рынке. Именно для того, чтобы защитить добросовестных участников рынка и всю экономику страны от таких явлений, государство, осуществляя контроль за деятельностью участников рынка, регулирует финансовый рынок и рынок ценных бумаг, являющийся его важной составной частью.

Брокеры

Брокерская деятельность на рынке ценных бумаг — это совершение сделок с ценными бумагами за счет и по поручению клиента, то есть это посредническая деятельность. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, который занимается брокерской деятельностью, называется *брокером*.

Брокер может совершать сделки с ценными бумагами на основе договора поручения или договора комиссии, заключенного с клиентом.

В случае, когда брокер действует на основании договора поручения, он выступает в качестве поверенного и заключает сделки от имени клиента-доверителя. Именно клиент в этой ситуации выступает в качестве стороны сделки. В случае, когда брокер действует на основании договора комиссии, он выступает в качестве комиссионера и заключает сделки в интересах клиента — комитента не от имени клиента, а от своего имени. Стороной сделки в этой ситуации выступает брокер, и это означает, что брокер принимает на себя дополнительные риски по сделке. Именно поэтому при прочих равных условиях вознаграждение брокера по договору комиссии (комиссионные) будут выше, чем по договору поручения.

Главной обязанностью брокера является добросовестное выполнение заявок клиентов. Брокер может и сам, в своих интересах заключать сделки за счет собственных средств, но во всех случаях сделки по поручению клиентов подлежат приоритетному исполнению по сравнению со сделками самого брокера.

Между брокером и клиентом может возникнуть конфликт интересов. Например, клиент дает поручение продать определенные ценные бумаги по самой высокой цене, а брокер заинтересован в покупке этих же ценных бумаг, естественно, по самой низкой цене. В такой ситуации обязанностью брокера является немедленное предупреждение клиента о таком конфликте интересов. Если же брокер не

уведомил клиента о конфликте интересов и выполнил поручение клиента с ущербом для клиента, то брокер обязан возместить этот ущерб в порядке, предусмотренном законом.

Дилеры

Дилерская деятельность — это совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем котировки ценных бумаг. Лицо, которое занимается дилерской деятельностью, называется дилером.

Котировка ценных бумаг — это публичное объявление цен покупки и продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и продажи этих ценных бумаг по объявленным ценам. Котировка может быть односторонней, когда дилер объявляет только цену покупки или только цену продажи, и двусторонней, когда дилер объявляет и цену покупки, и цену продажи данной ценной бумаги. Котировка означает не только желание дилера совершать сделки по объявленным ценам, но и обязательство совершать сделки купли-продажи ценных бумаг по выставленным ценам с любым клиентом. Дилер может, кроме цены, установить некоторые ограничения — существенные условия заключения сделки, например, минимальное или максимальное количество покупаемых или продаваемых ценных бумаг. Если дилер откажется заключить сделку с каким-то клиентом, то клиент может предъявить дилеру иск о принудительном заключении такой сделки или иск о возмещении ущерба.

Управляющие

Деятельностью по управлению ценными бумагами могут заниматься юридические лица и индивидуальные предприниматели, имеющие лицензию на занятие этой деятельностью. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий работу по управлению ценными бумагами, называется управляющим.

Доверительное управление переданными ему во владение ценными бумагами, принадлежащими другому лицу в интересах этого лица или указанных им третьих лиц, управляющий осуществляет от своего имени, за вознаграждение и лишь в течение определенного срока.

В качестве предмета доверительного управления могут быть ценные бумаги, денежные средства, предназначенные для инвестирования в них, а также денежные средства и ценные бумаги, получаемые в ходе управления ценными бумагами.

Обязательным условием выполнения управляющим своих функций является то, что во всех поручениях на выполнение операций с ценными бумагами он обязан указывать, что действует в качестве управляющего.

В случае конфликта интересов между клиентами и управляющим, в результате которого клиентам нанесен ущерб, если клиенты заранее не были уведомлены о действиях управляющего и им нанесен ущерб, управляющий обязан за свой счет возместить убытки пострадавшей стороне в порядке, установленном гражданским законодательством.

Клиентами управляющих могут быть любые инвесторы, юридические и физические лица. В особую группу выделяются так называемые институциональные инвесторы. Таковыми являются все виды инвестиционных фондов, негосударственные пенсионные фонды, страховые организации. У таких инвесторов свободные денежные средства образуются в результате осуществления ими своей основной деятельности.

Так, инвестиционные фонды «занимаются» тем, что все свои деньги вкладывают в ценные бумаги с целью получения прибыли. Пенсионные фонды взносы вкладчиков также инвестируют в ценные бумаги и иные активы с целью увеличения пенсионных резервов, страховые организации свои инвестиции осуществляют для того, чтобы иметь средства для выплаты страховых премий. Управлять активами институциональных инвесторов сами они, по закону, не имеют права. Это должен делать профессиональный управляющий — управляющая компания, имеющая на то специальное разрешение. Управляющая компания может управлять не одним, а целым семейством фондов. Например, управляющая компания «Никойл» управляет пассивными инвестиционными фондами «Лукойл Первый», «Лукойл Второй», «Лукойл Третий».

Клиринговые организации

Деятельность по определению взаимных обязательств (клиринг) заключается в сборе информации по сделкам с ценными бумагами, ее сверке и корректировке и подготовке бухгалтерских документов, ее сверке и зачету по поставкам ценных бумаг и расчетам по ним. Этим видом деятельности может заниматься только юридическое лицо, коммерческая или некоммерческая организация.

Клиринговые организации обслуживают организованные рынки ценных бумаг, то есть фондовые биржи и организованные внебиржевые системы торговли ценными бумагами. Ведь на бирже могут в

течение одной торговой сессии быть заключены многие тысячи сделок, и все их нужно «уладить» — провести расчеты между участниками и по ценным бумагам, и по денежным средствам. Этим и занимаются клиринговые организации. Могут такие организации обслуживать и международный рынок. Так, улаживание сделок на рынке евробумаг осуществляют две депозитарно-клиринговые системы: «Седдел» и «Евроклир».

Особую роль клиринговые организации играют на биржах, на которых проводятся операции с производными финансовыми инструментами (фьючерсами, опционами). Обычно они называются расчетными палатами.

Депозитарии

Депозитарная деятельность состоит в том, что профессиональный участник рынка ценных бумаг (депозитарий) на основании депозитарного договора оказывает своим клиентам услуги по хранению сертификатов ценных бумаг и учету и переходу прав на ценные бумаги. Депозитарием может быть только юридическое лицо, коммерческая или некоммерческая организация.

Следует заметить, что депозитарий не просто хранит ценные бумаги (сертификаты), но обязательно учитывает права на эти ценные бумаги. Если бумаги выпущены в бездокументарной форме, то депозитарий только учитывает права на такие бумаги. Учет прав осуществляется на специальных счетах, которые называются счета-депо. Клиент депозитария называется депонентом, а договор между депозитарием и депонентом — депозитарным договором или договором о счете депо. Депозитарий в соответствии с депозитарным договором имеет право регистрироваться в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или у другого депозитария в качестве номинального держателя.

Номинальный держатель — это лицо, зарегистрированное в реестре владельцев ценных бумаг (в реестре акционеров), но не являющееся собственником этих ценных бумаг. Институт номинального держателя необходим потому, что права на именные бездокументарные ценные бумаги могут быть учтены только в одном месте — либо в реестре владельцев ценных бумаг, либо в депозитарии. Если такие права учтены в депозитарии, то сам депозитарий как держатель этих бумаг в реестре числится именованно как держатель, но не как владелец. Можно выделить два типа депозитариев: расчетный и кастодиальный. **Расчетный депозитарий** — это депозитарий, который обслужива-

ет участников торговли на какой-либо фондовой бирже или нескольких фондовых биржах. Ведь торговля на фондовой бирже осуществляется не всеми, а лишь отдельными ценными бумагами, которые прошли процедуру допуска к торговле на этой бирже. Операции на бирже также может совершать не любой желающий, а только дилеры и брокеры, являющиеся членами данной биржи. Вот эти-то лица и являются клиентами расчетного депозитария. Расчетный депозитарий всем своим депонентам предлагает одинаковый набор услуг и стандартные условия обслуживания, заключая с ними стандартный договор.

Кастодиальный депозитарий предлагает своим клиентам индивидуальные условия обслуживания. Его клиентами являются инвесторы, как правило не являющиеся профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Деятельность кастодиального депозитария не связана с проведением операций на фондовой бирже.

Деятельность по организации торговли ценными бумагами — это предоставление услуг, непосредственно способствующих заключению сделок между участниками рынка ценных бумаг. Лицо, предоставляющее такие услуги, называется организатором торговли на рынке ценных бумаг.

Конечно, таким организатором являются в первую очередь фондовые биржи. Однако в современную эпоху — эпоху информационных технологий и Интернета — такую функцию, видимо, может выполнять не обязательно юридическое, но и физическое лицо, предоставляя услуги по организации торгов через Интернет.

Самой важной функцией организатора торговли является создание постоянно действующего рынка ценных бумаг и формирование «справедливой рыночной цены» на ценные бумаги в результате проведения открытых гласных торгов.

Важной обязанностью организатора торговли является предоставление любому заинтересованному лицу широкого круга информации о ценных бумагах и правилах торговли ими.

Организатор торговли может осуществлять свою деятельность как на биржевом, так и на внебиржевом рынке.

Перечисленные виды профессиональной деятельности могут осуществляться только на основании специальной лицензии, которую выдает уполномоченный орган государства.

Для получения лицензии соискатель должен удовлетворять ряду требований, в частности, квалификационным, и требованиям по финансовой устойчивости.

Квалификационные требования означают, что персонал организационно-соискателей лицензий должен подтвердить свою квалификацию

специальными документами. Для разных видов деятельности (брокерско-дилерской, депозитарной и т. д.) выдаются разные аттестаты. Чтобы получить такой аттестат соискатель — гражданин должен сдать экзамены: базовый и специализированный. Успешное прохождение базового экзамена дает право сдавать специализированный экзамен. Сдача специализированного экзамена влечет за собой выдачу соответствующего аттестата. Руководители компаний — профессиональных участников рынка ценных бумаг, обязательно должны иметь высшее образование.

Требования по финансовой устойчивости означают, что компании-соискатели лицензий должны обладать минимальным размером собственных средств.

Одна компания — профессиональный участник рынка ценных бумаг может одновременно осуществлять разные виды деятельности. Так, могут совмещаться между собой брокерская, дилерская, депозитарная деятельности и деятельность по управлению ценными бумагами.

Клиринговая деятельность может совмещаться с депозитарной деятельностью.

Деятельность по организации торговли может совмещаться с клиринговой и депозитарной деятельностью.

Перечень профессиональных видов деятельности, приведенный выше, не является исчерпывающим. Так, в настоящий момент среди видов деятельности, названных в законе «О рынке ценных бумаг» профессиональными видами деятельности, нет инвестиционного консультирования и андеррайтинга (будет рассмотрен в главе, посвященной эмиссии ценных бумаг).

Таким образом, для осуществления такой деятельности не нужно получать лицензии, но по сути своей — это профессиональная деятельность.

Инвестиционный консультант оказывает консультационные услуги по поводу выпуска и обращения ценных бумаг. Услуги, предоставляемые инвестиционными консультантами, условно можно разделить на три группы:

Оценочное консультирование. Сюда относится оценка результатов операций клиента, анализ качества инвестиционного портфеля, анализ состояния рынка ценных бумаг, оценка самих ценных бумаг, оценка эмитента, оценка состояния законодательства по ценным бумагам и так далее.

Консультирование по текущим операциям, текущее планирование работ. Сюда относится консультирование по применению законода-

тельства, организация и сопровождение допуска ценных бумаг к обращению на фондовой бирже, организация и сопровождение лицензирования деятельности, профессиональная подготовка и обучение кадров, подготовка и сопровождение государственной регистрации ценных бумаг, представительство сторон, текущее портфельное планирование и тому подобное.

Разработка стратегий, стратегическое планирование. Сюда относится разработка стратегий выхода предприятия на фондовый рынок, разработка общей портфельной стратегии, налоговое планирование, связанное с налоговыми платежами по операциям с ценными бумагами, разработка отдельных стратегий, например, дивидендной, стратегии создания «рабочей собственности», и так далее.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг — это специализированные компании, являющиеся юридическими лицами, среди которых могут быть и кредитные организации, а также граждане (физические лица), зарегистрированные в качестве предпринимателей, осуществляющие специфические виды профессиональной деятельности, связанной с ценными бумагами.

Вспомним, что рынок ценных бумаг — это механизм перераспределения свободного денежного капитала. Непосредственно такое перераспределение свободных денежных средств на основе ценных бумаг от инвесторов к эмитентам осуществляется через финансовых посредников — дилеров, брокеров, управляющих ценными бумагами.

В зависимости от того, какие институты выполняют функции финансовых посредников, выделяют три модели рынка ценных бумаг.

Модель рынка ценных бумаг — это тип организации фондового рынка в зависимости от вида институтов, выполняющих функции финансовых посредников.

Банковская модель рынка ценных бумаг — это такая его организация, при которой функцию финансовых посредников (брокеров-дилеров) выполняют коммерческие банки.

В качестве примера банковской модели рынка ценных бумаг можно привести фондовый рынок Германии, ключевой фигурой которого является универсальный коммерческий банк, своего рода «финансовый супермаркет».

Такой банк выполняет все виды операций в банковской сфере — принимает деньги на депозиты и во вклады, кредитует экономику и население, а также предлагает все виды услуг, связанных с ценными бумагами: принимает поручения клиентов в качестве брокера, управляет ценными бумагами клиентов и инвестиционных фондов, явля-

ется членом фондовой биржи, держит собственные крупные пакеты ценных бумаг и т. д.

Деятельность универсального коммерческого банка связана с повышенным риском, поскольку риски по кредитно-депозитным операциям не отделены от рисков по операциям с ценными бумагами.

Небанковская модель рынка ценных бумаг — это такая его организация, при которой функцию финансовых посредников (брокеров-дилеров) выполняют небанковские финансовые институты, компании по ценным бумагам.

Примером небанковской модели рынка может служить рынок ценных бумаг США. После «великой депрессии» 1929–1933 годов в США в результате принятия Закона Гласса — Стигала (1933 г.) коммерческим банкам и их дочерним компаниям было запрещено выполнять функции профессионального посредника на рынке корпоративных ценных бумаг (осуществлять андеррайтинг, выполнять поручения клиентов на покупку и продажу ценных бумаг, осуществлять инвестиции в корпоративные ценные бумаги).

Считается, что именно совмещение американскими банками работы на банковском и фондовом рынках привело к тому, что кризис был столь глубоким и продолжительным. Этот запрет не распространялся на государственные ценные бумаги, и на этом рынке банки занимают прочные позиции.

В результате принятия Закона Гласса-Стигала осуществлять профессиональную деятельность на рынке могут не коммерческие, а инвестиционные банки. Фактически инвестиционные банки представляют собой многопрофильные компании, которые предлагают все виды услуг, связанных с ценными бумагами. На рынке корпоративных ценных бумаг США действует более 8000 различных специализированных компаний. Однако, следует заметить, что в конце 90-х годов XX века происходит постепенный отход от запрета американским коммерческим банкам работать в качестве профессиональных участников на рынке ценных бумаг.

Смешанная модель рынка ценных бумаг — это такая его организация, при которой функцию финансовых посредников (брокеров-дилеров) выполняют как коммерческие банки, так и небанковские финансовые институты.

Крупнейшими инвестиционными банками и компаниями по ценным бумагам в мировой практике являются американские инвестиционные банки «Голдман Закс», «Морган Стэнли-Дин Витер», «Мэрилл Линч», швейцарский — «Кредит Свисс Фест Бостон», немецкий «Дойче банк».

Краткие выводы.

• На фондовом рынке обращается особый товар — ценные бумаги. На рынке ценных бумаг наряду с эмитентами и инвесторами действуют и профессиональные участники, для которых деятельность с ценными бумагами является основным видом деятельности, не совмещаемой с другой работой.

• Согласно закону «О рынке ценных бумаг» профессиональные участники фондового рынка — это юридические и физические лица, получившие в установленном порядке лицензию на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг того или иного вида.

• Видами профессиональной деятельности являются брокерская, дилерская, деятельность по управлению ценными бумагами, клиринговая, депозитарная деятельность, деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг, деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг.

• Каждый из перечисленных видов деятельности законодательно строго регламентирован, в том числе регламентирована и возможность совмещать разные виды профессиональной деятельности.

• К профессиональным участникам рынка ценных бумаг наряду с требованиями по квалификации персонала, предъявляются определенные требования в области финансовой устойчивости, соблюдения норм профессиональной деятельности и др.

• На фондовом рынке с помощью финансовых посредников происходит перераспределение денежных средств от инвесторов к эмитентам на основе ценных бумаг. В зависимости от видов финансовых институтов, которые выполняют функции финансовых посредников, выделяют банковскую, небанковскую и смешанную модели рынка ценных бумаг.

Условия и система работы фондовой биржи

Фондовая биржа — это особый, институционально организованный рынок, на котором обращаются ценные бумаги наиболее высокого инвестиционного качества, и операции на котором совершают профессиональные участники рынка ценных бумаг.

Фондовая биржа — это лучший рынок, создаваемый для лучших ценных бумаг, лучшими, крупнейшими, финансово устойчивыми и пользующимися доверием посредниками, работающими на финансовом рынке.

Международная федерация фондовых бирж разработала требования к фондовым биржам — членам Федерации. В частности, в них говорится, что биржевой рынок должен быть направлен на развитие акционерного капитала, быть существенным фактором в развитии экономики, содействовать привлечению долгосрочного капитала, преследовать цели, соответствующие общественным интересам, таким как доступность для публики, защита публики, участвующей в рынке, поддержание взаимодействия между участниками рынка.

Можно выделить следующие признаки классической фондовой биржи.

Фондовая биржа — это централизованный рынок с фиксированным местом торговли. Быстрое развитие современных технологий, в том числе компьютерных, привело к тому, что на современных биржевых рынках торговля ценными бумагами может вестись с удаленных терминалов, поэтому наличие торговой площадки перестает быть определяющим признаком фондовой биржи. Однако и в этом случае рынок остается централизованным, сделки заключаются через единую для данной торговой площадки торговую сеть по единым правилам.

Наличие листинга ценных бумаг.

Листинг ценных бумаг — это процедура допуска ценных бумаг к обращению на фондовой бирже.

Делистинг ценных бумаг — это процедура исключения ценных бумаг из числа обращающихся на фондовой бирже.

Для того чтобы обращаться на фондовой бирже, ценные бумаги должны удовлетворять определенным требованиям, которые каж-

дая фондовая биржа устанавливает самостоятельно. Основными из этих требований являются: **финансовая устойчивость и крупные размеры эмитента; массовость ценных бумаг эмитента как однородного и стандартного товара; массовость спроса на данные ценные бумаги.**

Важнейшим критерием допуска ценных бумаг на всех фондовых биржах является полное и адекватное раскрытие эмитентом информации о своем финансовом и хозяйственном положении и о выпущенных ценных бумагах. Кроме того, обязательны:

- существование процедуры отбора лучших операторов рынка ценных бумаг в качестве членов фондовой биржи;
- наличие временного регламента торговли ценными бумагами и стандартных торговых процедур;
- централизация регистрации сделок, совершаемых на фондовой бирже, и расчетов по ним;
- установление официальных биржевых котировок ценных бумаг;
- надзор за членами биржи с точки зрения их финансовой устойчивости, безопасного ведения бизнеса и соблюдения этики фондового рынка.

Фондовая биржа выполняет следующие основные функции:

- создание постоянно действующего рынка ценных бумаг;
- определение цен на ценные бумаги;
- распространение информации о ценных бумагах, их ценах, условиях обращения;
- поддержание профессионализма финансовых и торговых посредников;
- выработка правил и процедур, связанных с функционированием биржи;
- индикация состояния экономики и финансового рынка.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что фондовая биржа — это торговое, профессиональное и технологическое ядро рынка ценных бумаг.

Под внебиржевым рынком ценных бумаг подразумевают механизм заключения сделок с ценными бумагами вне фондовой биржи. В западной практике через этот рынок осуществляются: а) большая часть первичных эмиссий; б) торговля ценными бумагами худшего качества по сравнению с допущенными к обращению на фондовых биржах.

Под внебиржевым организованным рынком ценных бумаг понимают организованную электронную торговлю ценными бумагами (по

аналогии с электронными фондовыми биржами). Как и на фондовых биржах, во внебиржевых торговых системах существует процедура допуска ценных бумаг к котировке и отбора участников торгов, хотя требования к эмитентам ценных бумаг и участникам торгов существенно мягче, чем на фондовых биржах. Торговля проходит в определенные часы (торговая сессия) в соответствии с определенными правилами — Правилами торговли. Заключение сделок осуществляется уполномоченными сотрудниками компаний — участников торгов с компьютерных терминалов из офисов (режим удаленного торгового доступа).

Самый крупный внебиржевой рынок ценных бумаг — американский. А крупнейшая внебиржевая торговая система — NASDAQ (автоматизированная система котировки Национальной ассоциации фондовых дилеров). По основным показателям — капитализации, обороту торговли и количеству ценных бумаг — NASDAQ занимает одну из первых позиций среди торговых площадок в мире наравне с крупнейшими фондовыми биржами.

Другими примерами внебиржевых торговых систем являются COATS (Канадская система внебиржевой автоматической торговли) и SESDAQ (Система автоматической котировки и дилинга при Сингапурской фондовой бирже).

Следует отметить, что деление рынка ценных бумаг на биржевой и внебиржевой рынки верно лишь в первом приближении. Существуют переходные формы, так называемые «прибиржевые» рынки. Например, «вторые» и «третьи», «параллельные» рынки, создаваемые фондовыми биржами и находящиеся под их регулирующим воздействием, функционируют с 80-х годов в важнейших европейских центрах торговли ценными бумагами.

Словосочетание «фондовая биржа» ныне знакомо всем, даже дошкольники пару раз да слышали эти волшебные слова. И у подавляющего большинства людей, в общем-то, присутствует понимание того, что фондовая биржа каким-то образом связана с различными ценными бумагами и в первую очередь с акциями.

Чтобы это понимание стало более глубоким и предметным, посвятим наш рассказ фондовой бирже как явлению современной финансово-экономической жизни.

Фондовая биржа это есть ничто иное, как организация, вся деятельность которой направлена на создание оптимальных условий для заключения сделок в первую очередь с ценными бумагами (акциями и облигациями), сбора, анализа и обнародования информации об уровне и динамике цен на те или иные бумаги, а также контроля за соблюде-

нием всеми участниками биржевой торговли установленных правил и стандартов.

«Реальными» биржами являются, к примеру, Нью-Йоркская фондовая биржа, Лондонская фондовая биржа или Московская межбанковская валютная биржа.

Биржевые институты, как уже говорилось выше, имеют солидную историю. Происхождение термина «биржа» некоторыми специалистами относится к средневековым Нидерландам. Именно там в городе Брюгге проживала зажиточная купеческая семья ван дер Бургсер, владевшая гостиницей, в которой останавливались негоданты со всей Европы и заключали торговые сделки. Со временем выражение «пойти к Бургсерам» трансформировалось в слово «биржа», которым стали обозначать место, где можно найти себе делового партнера.

Позднее, в XVI веке стали строить специальные здания для подобных целей — сначала в Антверпене (1531 год), затем в Лондоне (1545 год). Отличительными чертами тех первых бирж стало то, что здесь для заключения сделки не нужно было предоставлять весь товар, достаточно было договоренности об условиях соглашения. Кроме того, здесь начали заключать сделки по товарам, которые должны были поступить в распоряжение продавца лишь спустя какое-то время.

Постепенно, в начале позапрошлого века возникла необходимость ценных бумаг, которые давали каждому их владельцу право рассчитывать на получение соответствующего дохода. Вслед за ценными бумагами появился и рынок ценных бумаг.

Дальнейшее развитие фондовых рынков в XIX и в первой половине XX веков обусловили расширение сфер их влияния, на первые позиции стали выходить биржи стран с высоким уровнем экономического развития. А распространение информационных технологий и особенно повсеместное внедрение интернет-связи привели к максимальному техническому упрощению и общедоступности биржевых операций.

Основные функции фондовой биржи

К основным функциям фондовой биржи относятся:

1. Предоставление единой площадки для проведения продажи и перепродажи ценных бумаг;
2. Определение равновесия биржевой цены;
3. Накопление временно свободных денежных средств и передача прав собственности;

4. Обеспечение доступности информации о биржевых торгах бизнес сообществу и прессе;

5. Арбитражное рассмотрение возникающих между участниками торгов претензий;

6. Гарантированность исполнения заключенных на биржевой площадке сделок;

7. Разработка и обеспечение кодекса поведения участников биржевой торговли.

Все вышеперечисленные функции биржи важны, однако наибольшее значение для участников торгов имеет компетентное и беспристрастное осуществление двух операций — *листинга* и *клиринга*.

Листингом именуется режим допуска ценных бумаг той или иной компании к биржевым торгам. Данная процедура предусматривает несколько этапов:

— подачу заявления о листинге ценных бумаг от эмитента или его доверенного лица;

— заключение договора с фондовой биржей на проведение экспертной оценки;

— предоставление документов, необходимых для проведения экспертизы учредительных документов;

— проведение экспертизы ценных бумаг на основе анализа показателя продолжительности и объема их обращения;

— определение рентабельности деятельности эмитента, коэффициентов ликвидности и тому подобного;

— рассмотрение результатов экспертизы с участием эмитентов, их посредников, специалистов биржи.

После прохождения процедуры листинга ценные бумаги включаются в котировальный лист биржи.

Однако допуск ценных бумаг на биржу ещё не означает успешного их обращения на фондовом рынке. Не менее важно и неукоснительное соблюдение участниками торгов всех обязательств при заключении сделки по тем или иным акциям или облигациям.

Для обеспечения интересов всех биржевых игроков и соблюдения законности предусмотрена процедура клиринга, которая включает в себя:

а) анализ итоговых сврочных документов;

б) вычисление задействованных в сделке денежных сумм и количества ценных бумаг;

в) оформление расчетных документов, которые отправляются в системы, отвечающие за поставку покупателям ценных бумаг, а продавцам — денежных средств.

ФОНДОВЫЕ БИРЖИ США (U.S. Stock Exchange)

В США функционируют девять бирж: Нью-Йоркская фондовая биржа, Американская фондовая биржа. Система автоматизированных котировок Национальной ассоциации биржевых дилеров, Тихоокеанская фондовая биржа, Национальная фондовая биржа, Филадельфийская фондовая биржа, Бостонская фондовая биржа, Фондовая биржа Среднего Запада и Фондовая биржа Цинциннати.

Американская фондовая биржа

AMERICAN STOCK EXCHANGE-AMEX. Вторая крупнейшая фондовая биржа в США с точки зрения общего объема продаваемых акций и долларового эквивалента реализуемых акций, АФБ получила свое название 5 января 1953 г. До этого она называлась: в 1929—1953 гг. — Нью-Йоркская полуофициальная биржа (New York Curb Exchange); в 1921—1929 гг. Нью-Йоркский внебиржевой рынок (New York Curb Market); в 1911—1921 гг. — Нью-Йоркская ассоциация внебиржевого рынка (New York Curb Market Association);

в 1908—1911 гг. Нью-Йоркское внебиржевое агентство (New York Curb Agency), которое было первой попыткой, предпринятой Е.Е. Мендельсом (прозванным отцом полуофициальной биржи — Father of the Curb Exchange) и другими брокерами, по созданию официальной организации рынка. В 1921 г. рынок в новом здании, которое затем было увеличено до современных размеров в 1931 г., по Тринити Плейс, 86, Нью-Йорк-Сити (86 Trinity Place, New York City).

Рынок, действующий вне официального помещения, называемый Керб (Curb), предположительно зародился в 1849 г. и действовал в следующих местах финансового района нью-йоркского Сити: сначала на Уолл-стрит и Гановер-стрит, затем на Уильям-стрит (со времени Гражданской войны до начала XX века) и, наконец, на Брод-стрит (ок. 1900 г.). Таким образом, он продвигался на юг, на Брод-стрит от первоначального расположения к югу от Уолл-стрит и Брод-стрит, пока наконец не обосновался в официальном помещении в 1921 г. Для старожилов биржа все еще называется Керб, однако считается, что название АФБ (больше известная в сокращенном варианте как AMEX) в наибольшей мере отражает ее значение в качестве национального и международного рынка ценных бумаг (она также занимает второе место по долларовому объему торговли канадскими ценными бумагами на Северо-Американском континенте). АФБ продемонстрировала значительный рост, уровень доходности и жизнестойкость на беспокойных (турбулентных) рынка 80-х гг. Ежегодный чистый

доход за 70-х гг. в среднем составлял 360000 долларов; средний доход за 80-х гг. — 5,5 млн долларов. Объем торговли, растущий за счет заинтересованности инвесторов в привлекательных и высоко капитализированных компаниях, которые были допущены к торгам на бирже в течение последних лет десятилетия, отражает основную массу текущих торговых объемов.

В 1979 г. оборот капитала составил 1,1 млрд акций; торговля в 1987 г. достигла наивысшего показателя в 3,5 млрд долларов и превысила показатель 1989 г. в 3,1 млрд долларов.

АФБ торгует опционами пут и колл по более чем 140 зарегистрированным и внебиржевым акциям, а также опционами по американским государственным ценным бумагам и векселям и по индексам акций.

Отношения компаний не способны полностью удовлетворить требованиям по критериям потребительскими товарами. Около 15% заняты в сфере услуг. Приблизительно 14% компаний занято в сфере финансов, природных ресурсов, высоких технологий и средств производства.

Последние данные по АФБ включают следующее:

1981 г. — расширение автоматизации многих операций;

Совет управляющих АФБ увеличен с 21 до 25 человек;

1982 г. — вводится торговля опционами по государственным ценным бумагам и векселям и начинаются операции на Американской бирже золотых монет (American Gold Coin Exchange) для торговли золотыми монетами;

1983 г. АФБ вводит торговлю индексными опционами в дополнение к опционам пут и колл по акциям. АФБ перешла к использованию сенсорно-экранной технологии для высокоскоростного исполнения приказов.

1984 г. Завершается повсеместная установка AUTOPER. Вводится AUTOAMOS, подобие AUTOPER, для опционов;

1985 г. АФБ вводит новый опцион институционального индекса (INSTITUTIONAL INDEX OPTION), который отражает динамику акций, наиболее популярных среди институциональных инвесторов.

1987 г. Ситуация на рынке в октябре стимулирует рост объемов, который завершается торговлей акциями и опционами, зарегистрированными в любое время.

Новые вершины в деятельности сказываются на ценах за членство на бирже. Опционы АФБ по синтетическому индексу курсов (AMEX Major Market Value Index options) начинают продаваться на Европейской бирже опционов в Амстердаме.

В настоящее время финансовый рынок (ФР), в том числе рынок ценных бумаг (РЦБ) в Узбекистане — это реальность на пути совершенствования и развития. Этому способствуют реформы по либерализации экономики, проводимые в стране. Для того чтобы представить эту реальность, рассмотрим краткую историческую ретроспективу формирования и развития национального ФР, в том числе РЦБ.

Финансовый рынок и рынок ценных бумаг Узбекистана имеют короткую, но весьма насыщенную историю. С обретением республикой 1 сентября 1991 года независимости Узбекистан избрал путь к формированию социально-ориентированной рыночной экономики. Одной из главных задач было создание рыночной финансовой системы с организованным отечественным финансовым рынком, способным обеспечить благоприятные условия для финансового развития субъектов экономики. И это удалось правительству за весьма короткий срок. В настоящее время республика располагает необходимой инфраструктурой национального ФР, состоящего из различных сегментов таких, как денежный, страховой, фондовый, кредитный. Участниками этого рынка являются банковская система (Центральный банк и 32 коммерческих банка, из них 13 банков со смешанной формой собственности, 11 частных банков, 5 банков с участием иностранного капитала и 3 государственных банка), 25 страховых организаций, инвестиционные институты (свыше 330), 20 кредитных союзов, организаторы торговли (биржи, электронные системы торговли), уполномоченные государственные органы, эмитенты и инвесторы, в том числе иностранные. Все это достигнуто поэтапно в следующей хронографии.

Катализатором формирования финансового рынка стали крупномасштабные последовательные реформы, определившие его инфраструктуру. Причем катализатором развития РЦБ выступила приватизация, особенно начиная с 1994 года.

В 1994 году введена национальная валюта — сум, а с октября 2003 года осуществляется поэтапная либерализация валюты. За этот период денежный рынок сформировался и получил с конца 2003 года новое развитие уже в условиях либерализации экономики, в которых приоритетным направлением монетарной политики Центрального банка Узбекистана (ЦБУ) в 2005 году было принятие необходимых мер по снижению роста цен и достижению стабильно низкого уровня инфляции, дальнейшее укрепление макроэкономической стабильности. Установление жесткого контроля за изменением целевых параметров монетарных агрегатов — резервных денег и денежной массы дало воз-

возможность полноценно осуществить меры по снижению уровня инфляции (3,8 %) и обеспечению стабильности обменного курса национальной валюты. Снижение индекса потребительских цен (1,6 сводный) привело к снижению процентных ставок коммерческих банков и, соответственно, к росту объема кредитования реального сектора экономики. ЦБУ для регулирования денежных агрегатов использовал такие косвенные инструменты, как операции на внутреннем валютном рынке, депозитные операции, операции с государственными ценными бумагами и облигациями ЦБУ.

ЦБУ осуществлял в 2004–2005 гг. постоянный мониторинг за уровнем процентных ставок по депозитам и кредитам коммерческих банков, анализ спроса и предложения на деньги и кредитные ресурсы, проводил операции по привлечению и размещению кредитных ресурсов с коммерческими банками. Низкий уровень инфляции позволил ЦБУ снизить ставку рефинансирования (до 16 %). Стабильности обменного курса сума способствовала благоприятная конъюнктура внутреннего валютного рынка, которая формировалась под воздействием увеличения объемов валютной выручки от экспорта и притока иностранных инвестиций и кредитов. Реальный обменный курс снизился. Из-за снижения эффективного валютного курса экспорт стал выгодным, а импорт – наоборот. Процентные ставки снижаются, по состоянию на первый квартал 2005 г. Годовая ставка рефинансирования – 16 %, средневзвешенная ставка по краткосрочным кредитам – 21 %, средневзвешенная ставка по срочным депозитам – 11 %, средневзвешенная ставка по срочным депозитам физических лиц – 31 %. Эти же ставки в 2003 году были соответственно 27,1 %, 28,1 %, 17,1 %, 36,2 %.

В целом денежный сегмент ФР выглядит стабильным. Причем в начале 2005 года банковский сектор характеризуется активными процессами реформирования банковской системы в двух направлениях. В первом из них происходит консолидация банковского капитала через слияние банков и поглощение одних банков другими (например, слияние АКБ «Авиабанк» с ЧОАКБ «Капиталбанк», «Узжилсбербанка» с «Заминбанком»), а во втором – идет горизонтальное расширение банковских услуг через рост количества мини-банков и развития кредитных союзов и микрофинансовых организаций, предлагающих банковские услуги. Рост совокупного капитала коммерческих банков составил 3,24 %. Так, если этот капитал на 1 апреля 2004 года составлял 819,7 млрд сумов то на 1 апреля 2005 г. он увеличился до 846,3 млрд сумов. Совокупный рост капитала банков происходил через дополнительные эмиссии акций некоторых банков.

На валютном рынке наблюдается постепенное снижение курса национальной валюты. Номинальный обменный курс сума по отношению к доллару США в первом квартале 2005 года снизился на 2,08 % по сравнению с прошлым периодом. Обменный курс наличной иностранной валюты снизился на 2,0 %. По итогам первого квартала 2005 года произошло снижение реального обменного курса национальной валюты. Так, по отношению к доллару США курс снизился на 7,6 %, Евро – на 7,2 %, российскому рублю – 15,3 % по сравнению с аналогичным показателем прошлого года. Это объясняется относительно умеренной девальвацией номинального обменного курса сума при более быстром снижении индекса потребительских цен. Постепенное снижение реального обменного курса национальной валюты по отношению к валютам – основным внешнеторговым партнерам страны способствует поддержанию ценовой конкурентоспособности местной продукции на внешних рынках.

Рассмотрим РЦБ. Первые операции по купле-продаже акций на организованном РЦБ Узбекистана начались 30 января 1992 года (в фондовом отделе Универсальной биржи «Тошкент»). В этом же году были выпущены и размещены среди населения первые долгосрочные государственные облигации (8 разрядов из 10), хотя они заморожены до особого решения государства.

Заметим, что из 9 видов ценных бумаг, разрешенных к выпуску законодательством Узбекистана, в республике фактически выпускаются только акции, корпоративные облигации и банковские сертификаты (депозитные и сберегательные), государственные облигации, а производные ценные бумаги пока еще не выпускались (из-за отсутствия срочного рынка).

В периоды с 1996 по 1999 гг. в обращении имелись простые товарные векселя, которые учитывались уполномоченными коммерческими банками.

Распоряжением Кабинета Министров от 6 мая 1998 года № 195-ф был утвержден поэтапный план действий по интеграции фондового рынка Узбекистана в международный рынок капитала. Были утверждены схемы вывода акций узбекских эмитентов (АГМК, УзКТЖМ, ТАПОиЧ, Узметкомбинат и другие, всего 9, в том числе 2 крупных банка) на фондовые рынки США, Германии, организации выпуска Американских депозитарных расписок (АДР). Прогрессивный характер Программы определяют основы, цели и принципы государственной политики на РЦБ. В ней выдвигается принцип сочетания государственного регулирования и саморегулирования РЦБ, а также принцип ориентации на международные стандарты с учетом тенденции

финансовой глобализации, означающий следование рекомендациям «Группы 30» и IOSCO. В программе деятельность РЦБ рассматривается в контексте с национальными интересами, предполагающим обеспечение финансовой безопасности инвестиций участников путем формирования надежных и долгосрочных финансовых инструментов для более широкого инвестирования сбережений населения, для развития сотрудничества с высокоразвитыми финансовыми институтами с целью привлечения осторожных иностранных инвесторов, стимулирования выхода узбекских эмитентов на международные рынки капиталов. В этих целях предполагается установление удаленного доступа к торговле ценными бумагами местных и зарубежных эмитентов путем подключения к глобальной сети Интернет, а также через членство отечественных инвестиционных институтов в электронных внебиржевых системах типа «NASDAQ» и др., частное размещение ценных бумаг зарубежных эмитентов среди отечественных инвесторов во внебиржевых торговых системах, включение их в список листинговых предприятий РФБ «Тошкент».

В особом ряду стоит взаимодействие с международными организациями и зарубежными инвестиционными институтами, включение узбекской расчетно-клиринговой палаты «Элсис-клиринг» в Евроклир (Euroclear); Центр поставки ценных бумаг СЕДЕЛ (CEDEL); создание национального агентства по нумерации ценных бумаг, вступление его в последующем в Ассоциацию национальных агентств по нумерации «ANNA S.C.» и получение соответствующего сертификата на право присвоения номеров по международному стандарту ISIN; установление Центральным депозитарием сотрудничества с Депозитарно-трастовой компанией США (DTC) и т. п.

Предусмотрено преобразовать РФБ «Тошкент» в саморегулируемую организацию, адаптировать отечественные стандарты финансовой отчетности АОК к международным требованиям (GAAP, IAS). Все это предполагает ускорить дальнейшее развитие РЦБ Узбекистана.

С 1999 года пушены в обращение первые корпоративные облигации, они в настоящее время постепенно приобретают популярность среди большинства инвесторов. Так, в I квартале 2005 г. заключены сделки по купле-продаже корпоративных облигаций на сумму 8,0 млрд сумов, что превышает показатель аналогичного периода времени предыдущего года в 3 раза, из них реализованы на первичном рынке — на 4,1 млрд сумов (рост в 20,5 раза), на вторичном — на 3,9 млрд сумов (рост в 1,9 раза).

С 2001 г. активизировался рынок депозитных и сберегательных сертификатов банков. Их объем в 2004 году составил 35,9 млрд сумов

и 640 млн сумов соответственно. Набирают темпы и другие ценные бумаги коммерческих банков, например, в 2004 году выпущено облигаций на 1,35 млрд сумов, акций на 77,9 млрд сумов. Всего банками в 2004 году выпущено ценных бумаг на сумму около 6,3 млрд сум.

С 1996 г. по настоящее время выпускаются Министерством финансов государственные краткосрочные бескупонные облигации (ГКО). В настоящее время преобладают 9 и 12-месячные ГКО с доходностью на уровне 10,7–12,56 % годовых. ГКО размещаются исключительно среди юридических лиц, значительную часть которых составляют коммерческие банки.

С 2004 года начали выпускаться Минфин ГСКО (Государственные среднесрочные казначейские обязательства) со сроком обращения 18 месяцев и процентной ставкой 15% годовых.

В Узбекистане, в основном, ценные бумаги выпускаются государством, банками, предприятиями, в том числе акционерными обществами (АО). Число АО составляло до 2003 года свыше 4,5 тысяч. В 2005 году число открытых АО осталось 2311 с общим объемом эмиссии 2264,1 млрд сумов и количеством акций 1493,9 млн штук. Из этих АО 54 обществ в уставных фондах имеют государственные активы в размере 1071,8 млрд сумов, 1347 обществ не имеют государственных активов. В уставных фондах 870 АО имеются как государственные, так и частные активы, размер которых составляет 643,2 млрд сумов.

По состоянию на 2005 г. в республике насчитывалось 1,5 млн инвесторов, вложивших свои средства в акции приватизированных АО, причем подавляющее большинство из них — физические лица, на долю которых приходится 87 % (13144560 человек) общего портфеля акций. Только 11 % (166780 чел.) составили акционеры вновь созданных АО и 2 % (27500 организаций) — юридические лица. В Государственном реестре ценных бумаг зарегистрировано, по состоянию на первое января 2005 г.:

- 13558 выпусков акций с общим объемом эмиссии 3111,5 млрд сумов, в том числе в 2004 г. — 545 выпусков на 729,1 млрд сумов;
- 88 выпусков корпоративных облигаций на 51,2 млрд сумов, в том числе в 2004 г. — 40 выпусков на 28 млрд сумов.

В 2004 г. реализовано на РЦБ акций и корпоративных облигаций на общую сумму 146,3 млрд сумов, в том числе в 4 квартале на 37,7 млрд сумов. Темпы прироста, по сравнению с аналогичным периодом времени предыдущего года, составляют соответственно 56,8% и 30,3%. Около 80% суммарного оборота РЦБ составила выручка от реализации акций.

Всего их продано за 2004 г. на 115 млрд сумов, в том числе в 4 квартале — на 27,4 млрд сумов. Темпы прироста, по сравнению с аналогичными периодами времени предыдущего года, составили соответственно 54 % и 10,1%. Оборот первичного рынка вырос, по сравнению с предыдущим годом, на 15,2 % и составил 62,0 млрд сумов в том числе в 4 квартале — 13,2 млрд сумов. При этом сохранилась, в целом за год, тенденция преимущественной реализации акций приватизированных предприятий на внебиржевом рынке путем проведения прямых переговоров с инвесторами и тендерных торгов с инвестиционным обязательством. За 2004 г. реализовано акций на первичном рынке на 18,5 млрд сумов (29,8 %). На внебиржевом — на 43,6 млрд сумов (70,2 %), в том числе в 4 квартале соответственно — на 7,2 млрд сумов (54,6 %) и 6 млрд сумов (45,4 %).

Как видно, на РЦБ чрезмерно преобладают акции АО, созданных в процессе приватизации. Поэтому катализатором развития РЦБ является приватизация.

Число инвестиционных институтов по состоянию на 1 июля 2005 г. составляет порядка трехсот.

Организаторами торгов на РЦБ являются РФБ «Тошкент» со своими 12 территориальными ДХО (дочерними хозяйственными обществами), фондовый отдел Республиканской валютной биржи (РВБ), ЗАО ЭСТ «Элсис-савдо», межбанковская электронная торговая система. Последняя из них организует внебиржевые торги.

РФБ «Тошкент» была образована на базе Универсальной биржи «Тошкент» в 1994 г.

На РФБ «Тошкент» сконцентрированы сделки с акциями и корпоративными облигациями. В фондовом отделе РФБ производится купля-продажа ГКО и ГСКО.

Динамика оборотов РЦБ Узбекистана в течение последних шести лет весьма неравномерна. Например, имело место общее сокращение объемов торговли ценными бумагами с 110,6 млрд сумов в 1999 году до 81,3 млрд сумов в 2002 году, а в последующие годы наблюдается постепенный рост объемов (к примеру, только акции с 74,7 млрд сумов в 2003 году до 115 млрд сумов в 2004 году). При этом обороты рынка ГКО имели тенденцию к снижению (с 68,4 млрд сумов в 2002 г. до 56,6 млрд сумов — в 2003 г., а в 2004 году почти вдвое меньше). Постепенное выравнивание двух вышеуказанных сегментов (акций и ГКО) РЦБ можно считать положительным фактором, однако, темпы роста заключения сделок для реформируемой экономики и собственности страны нельзя считать позитивными. Обороты банковских сертификатов за последние два года составили в 2002 году 29,5

млрд сумов по депозитным сертификатам и 2,3 млрд сумов по сберегательным сертификатам.

Динамика соотношения между первичным и вторичным рынками акций за последние два года характеризуется тенденцией постепенного уменьшения удельного веса последнего. В 2004 году удельный вес вторичного рынка акций составил 54 % к общему объему рынка, а в 2003 году объем достигал 72,2 %. Рынок акций характеризуется их низкой ликвидностью.

Заметим, что в Узбекистане основными каналами, формирующими сегменты внебиржевого рынка корпоративных ценных бумаг, являются:

- каналы первичного сегмента, на котором осуществляется размещение ценных бумаг (акций и корпоративных облигаций); среди трудового коллектива приватизированных и преобразованных в акционерные общества предприятий, среди иностранных инвесторов на тендерах, приватизационным инвестиционным фондам (продолжалось до 2001 года), инвесторов на свободной основе через электронные системы внебиржевых торгов (ЭСВТ), фондовые магазины, на основе прямых договоров (при учреждении обществ и фондовою биржу);

- каналы вторичного сегмента рынка, на котором осуществляется: свободная вторичная купля-продажа ценных бумаг по договорам и через ЭСТВ, дарение, наследование, внесение акций под залог. Причем акции отрывтых акционерных обществ обращаются на вторичном рынке только через фондовую биржу и ЭСВТ.

Транзакционные издержки на РЦБ Узбекистана очень высокие, так, например, комиссионные РФБ «Ташкент» составляют по 1 % от каждой из сторон сделки, депозитариев и клиринга — по 0,1–0,6 % от каждой из сторон сделки, а комиссионные брокеров — от 0,1 до 5 % от суммы сделки, тогда как на развитых РЦБ мира этот показатель в десятки раз ниже. Налоговое бремя заметно сдерживает дилерскую деятельность. Хотя налог с физических лиц на дивиденды по акциям приватизированных АО отменен, но почему-то такой же налог действует по отношению к акциям вновь созданных АО.

Таким образом, рынок ценных бумаг Узбекистана располагает сформированной инфраструктурой и имеет тенденцию к постепенному развитию, которая, по-видимому, усилится в дальнейшем. Для успешного функционирования РЦБ Узбекистана можно определить следующие условия:

- уставной фонд АО должен составлять свыше 500 тыс долларов США;

- рентабельность активов, вычисленная по нераспределенной прибыли, накопленной за прошлые годы, должны быть свыше 0,21;
- рентабельность активов, вычисленная по балансовой прибыли текущего года, должна превышать 0,10;
- отношение рыночной стоимости собственного капитала (акционерного капитала) к краткосрочным обязательствам должно быть больше чем 1,90;
- отношение выручки от реализации к общей сумме активов компании должно превышать 1,60;
- доля оборотных средств в активах должна быть свыше 0,26;
- стабильная выплата дивидендов акционерам в течение 3 последующих лет с постоянным темпом прироста на уровне, выше среднего отраслевого показателя;
- введение налоговых льгот для компаний, входящих в список «голубых фишек».
- формирование срочного рынка ценных бумаг (деривативов).

Конструирование выпуска ценных бумаг

Эмиссия (лат. emissio -выпуск, от emitto -выпускаю) выпуск в обращение денег и ценных бумаг.

Эмиссия ценных бумаг осуществляется эмитентом. Эмитент ценных бумаг — это юридическое лицо (хозяйствующий субъект), орган государственной исполнительной власти либо орган местного самоуправления, выпускающие ценные бумаги, а также частные лица, несущие от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных ценными бумагами.

Целью эмиссии ценных бумаг для компаний является привлечение внешних источников финансирования, поэтому каждый раз, прежде чем организовать эмиссию, перед эмитентом стоит задача выбора наиболее целесообразных для этих целей финансовых инструментов. При решении этой задачи обычно рассматривается широкий круг факторов, среди которых:

- наличие на рынке необходимых финансовых продуктов;
- стоимость, сроки и условия финансирования;
- обеспечение, необходимое для привлечения средств;
- сроки осуществления эмиссии;
- возможное изменение контроля над предприятием в зависимости от того, какой источник финансирования будет выбран.

Заемный капитал на фондовом рынке привлекается путем эмиссии корпоративных облигаций, размещаемых среди институциональных и индивидуальных инвесторов. При этом эмитент обязуется регулярно выплачивать определенный процент, а по окончании срока обращения облигаций — еще и основную сумму долга (номинал облигаций). Корпоративные облигации являются долговыми эмиссионными ценными бумагами, которые могут обращаться на биржевом и внебиржевом рынках. Выпуск этих, как и других ценных бумаг, может проводиться с привлечением финансовых консультантов или инвестиционных банков.

Акционерный капитал, выражающий право собственности на долю в капитале акционерного общества, образуется путем эмиссии акций с целью мобилизации долгосрочных ресурсов, необходи-

мых для функционирования предприятия. Первым и необходимым условием для компании, планирующей привлечение средств путем эмиссии акций, является разработка долгосрочного плана развития фирмы с указанием направлений применения капитала, который будет получен в результате выпуска этих ценных бумаг.

Приобретая акции, инвестор рассчитывает получить более высокую прибыль на вложенные средства по сравнению с вложением их в долговые ценные бумаги (облигации).

Привлечение компаниями финансовых ресурсов имеет свои преимущества и недостатки в зависимости от того, эмиссия каких фондовых инструментов для этих целей используется. Например, среди преимуществ для эмитента, выпускающего долговые ценные бумаги (облигации), можно выделить следующие:

- руководству компании удается сохранить контроль над деятельностью компании;
- выплата процентов, как правило, относится на себестоимость продукции, а значит, уменьшает налогооблагаемую прибыль;
- кредитор не принимает участия в управлении компанией; сроки и условия обязательства известны заранее.

К недостаткам привлечения компаниями ресурсов путем эмиссии облигаций, в первую очередь, следует отнести то, что обслуживание по займам требует наличия постоянных источников поступления денежных средств, всегда присутствует в той или иной степени риск невыполнения обязательств по займам и другие риски.

Среди положительных аспектов привлечения средств путем выпуска долевых ценных бумаг в виде публичного размещения акций можно назвать появление возможности привлечения стратегических инвесторов, нацеленных на долгосрочное сотрудничество, которые могут привнести в бизнес свой опыт и новые идеи, вывести компанию на новые рынки и каналы сбыта продукции. Такая эмиссия, помимо прочего, дает возможность получения реальной оценки рыночной стоимости ценных бумаг. Однако такой способ привлечения средств имеет для компаний либо их руководства немало и негативных последствий, к которым относится то, что поиск стратегического инвестора порою требует значительного времени, может привести к «разводнению» контроля над капиталом и к вероятности смены руководства компании, а значит сопряжен с выполнением жестких правил по раскрытию информации.

Выбирая способ привлечения финансовых ресурсов, руководители компаний при изучении возможных его вариантов принимают во внимание множество различных факторов, особенно стратегию

развития фирмы, и выбирают тот из возможных вариантов, который в наибольшей степени отвечает потребностям и возможностям компании. Особое внимание при этом уделяется расчетам затрат на реализацию проекта по эмиссии и на анализ рисков, связанных с осуществлением выпуска и размещения фондовых инструментов. Все это осуществляется в процессе конструирования ценных бумаг.

Конструирование ценных бумаг — это аналитический, логически последовательный процесс по разработке и созданию новых финансовых продуктов или модификации уже имеющихся с целью достижения оптимального сочетания доходности, ликвидности, уровня рискованности и других индивидуальных свойств и характеристик конкретного выпуска ценных бумаг (стандартного финансового инструмента), обоюдно выгодных и эмитенту, и инвестору.

Порядок эмиссии ценных бумаг

Вспомним, что существуют эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги. Эти виды ценных бумаг имеют различный правовой режим выпуска в обращение. Акционерное общество может выпускать многие виды ценных бумаг: акции, облигации, может выписывать векселя, чеки, закладные. Предприятия в другой организационно-правовой форме также могут выпускать все эти ценные бумаги, кроме акций. Облигации могут выпускаться даже некоммерческими организациями в случаях, определенных законом.

Коммерческие банки, помимо перечисленных ценных бумаг, могут выпускать депозитные и сберегательные сертификаты, банковские сберегательные книжки на предъявителя. Управляющие компании, и только они, могут выпускать инвестиционные паи.

Товарораспорядительные ценные бумаги выпускают отдельные компании: консаменты — компании-грузоперевозчики, складские свидетельства — товарные склады.

Выпуск ценных бумаг регулируется законодательными и нормативными актами. Весь процесс эмиссии ценных бумаг делится на отдельные этапы. Каждый этап имеет свои особенности и регламентирован законом. Формально процедура эмиссии ценных бумаг начинается с принятия решения об их выпуске. Решение о выпуске ценных бумаг может принять только орган управления эмитента, уполномоченный на такие действия. Так, в общем случае решение о выпуске акций в момент учреждения акционерного общества принимается собранием учредителей, решение о выпуске дополнительных акций принимается общим собранием акционеров, решение о выпуске

облигаций принимается советом директоров акционерного общества. Решение о выпуске ценных бумаг оформляется в установленной нормативными документами форме и является одним из документов, которые эмитент представляет в регистрирующий орган для государственной регистрации выпуска ценных бумаг.

Проспект ценных бумаг — это документ, который содержит подробную информацию об эмитенте, его финансовом состоянии, выпущенных и выпускаемых ценных бумагах.

Государственная регистрация выпуска ценных бумаг должна сопровождаться регистрацией их проспекта эмиссии в случае открытой подписки на ценные бумаги. Во всех остальных случаях — если число приобретателей ценных бумаг превышает 500.

Размещение ценных бумаг путем подписки — это их размещение на основании договоров, в том числе договоров купли-продажи, мены. Различают две формы подписки: открытую и закрытую.

Размещение ценных бумаг путем открытой подписки (публичное размещение, публичная эмиссия) — это размещение ценных бумаг среди неограниченного круга потенциальных инвесторов, юридических и физических лиц, состав которых заранее неизвестен. Другими словами, в этом случае ценные бумаги предлагаются всем желающим, широкой публике.

Размещение ценных бумаг путем закрытой подписки (частное размещение) — это продажа ценных бумаг заранее известному ограниченному кругу лиц.

Основное назначение проспекта эмиссии — служить источником информации для потенциальных инвесторов. В соответствии с законом каждому потенциальному приобретателю должна быть обеспечена возможность ознакомления с проспектом эмиссии до приобретения ценных бумаг. Анализ информации об эмитенте обеспечивает возможность всем заинтересованным лицам самостоятельно и более обоснованно оценить инвестиционную привлекательность ценных бумаг эмитента и принять решение об их приобретении. В случае регистрации проспекта эмиссии ценных бумаг к процедуре эмиссии добавляются несколько этапов: подготовка проспекта эмиссии, его регистрация, а также раскрытие информации, содержащейся в проспекте, ценных бумаг и в отчете об итогах их выпуска. При публичном размещении ценных бумаг эмитент должен не только зарегистрировать проспект эмиссии, но и представить публике всю информацию, содержащуюся в проспекте, провести аудиторскую проверку и опубликовать баланс и сведения о прибылях и убытках, провести рекламную кампанию. При закрытом (частном) размещении бумаг

не нужно давать о них публичное объявление, проводить рекламную кампанию, регистрировать и публиковать проспект эмиссии, кроме тех случаев, которые указаны выше.

Открытые акционерные общества могут размещать свои акции и облигации как по открытой, так и по закрытой подписке. Закрытые акционерные общества акции могут размещать только по закрытой подписке, а облигации — как по открытой, так и по закрытой. После принятия решения о выпуске, подготовки проспекта эмиссии и иных необходимых документов, эмитент подает их в регистрирующий орган для процедуры государственной регистрации. Регистрирующий орган, если эмитентом соблюдены все требования законодательства, регистрирует выпуск ценных бумаг. Суть этой процедуры заключается в том, что официально фиксируются обязательства эмитента. Выпуску присваивается государственный регистрационный номер, который заносится в специальный реестр. Структура регистрационного номера и его содержание приведены на рис. 5.1

Например, такой регистрационный номер как 1-07-00155 — А, обозначает обыкновенные акции седьмого выпуска открытого акционерного общества, которому присвоен уникальный индивидуальный код — 00155.

Необходимо заметить, что государство не проверяет достоверность представленной эмитентом информации, а удостоверяет только, что в документах эмитента, в проспекте эмиссии содержится вся необходимая информация. Ответственность за недостоверность информации лежит на эмитенте и руководстве компании эмитента. Однако, если будет выявлен факт недостоверности информации или ее искажения,

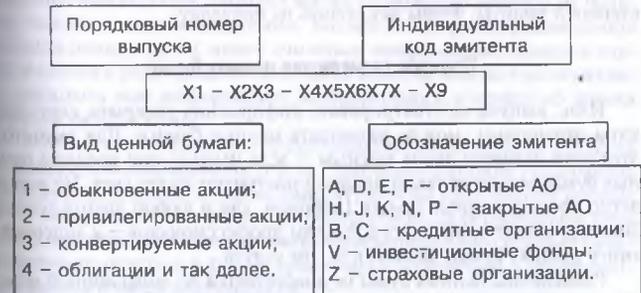


Рис. 5.1. Структура государственного регистрационного номера выпуска ценных бумаг

регистрирующий орган может признать эмиссию недобросовестной и аннулировать ее. Эмитент в этом случае за свой счет должен вернуть все деньги инвесторам, а выпущенные ценные бумаги погасить (аннулировать). Если необходима регистрация проспекта эмиссии, регистрирующий орган проводит эту процедуру одновременно с государственной регистрацией самого выпуска, однако формально это две отдельные регистрации. Если в дальнейшем эмитент изменяет содержание проспекта эмиссии, каждое такое изменение также проходит процедуру регистрации.

После государственной регистрации выпуска эмитент получает право размещать ценные бумаги. Правда, этому предшествуют еще следующие действия эмитента. Если был зарегистрирован проспект эмиссии, то эмитент обязан раскрыть для всех желающих всю информацию, которая содержится в проспекте эмиссии, независимо от цели получения такой информации. Размещать бумаги можно начинать не ранее чем через две недели после раскрытия информации. Делается это для того, чтобы потенциальный инвестор, имея всю необходимую информацию, мог принять взвешенное решение о приобретении ценных бумаг, ведь их покупка всегда сопряжена с риском. Только информацию о цене размещения эмитент может раскрыть не заранее, а в день начала размещения.

Ценные бумаги могут выпускаться в документарной и бездокументарной форме. При документарной форме выпуска эмитент должен изготовить бланки ценных бумаг. Печатать или ввозить бланки ценных бумаг из-за рубежа имеют право только отдельные фирмы, количество которых не очень велико, которые имеют на это разрешение (лицензию). Сами бланки должны иметь достаточное количество степеней защиты, чтобы исключить их подделку.

Порядок размещения ценных бумаг

Итак, выпуск зарегистрирован, информация раскрыта, сертификаты отпечатаны, можно размещать ценные бумаги. Для эмитента этот этап является очень важным — ведь именно при продаже ценных бумаг деньги от такой продажи поступают на его счет. Не всегда легко продать ценные бумаги (впрочем, как и любой другой товар). Эмитент может прибегнуть к услугам профессионалов — к андеррайтингу ценных бумаг, заплатив за эти услуги.

Размещение ценных бумаг осуществляется по эмиссионной цене. Эмиссионная цена может изменяться в период первичного размещения ценных бумаг в зависимости от рыночной ситуации, но порядок

определения эмиссионной цены обязательно фиксируется в проспекте эмиссии. Эмиссионная цена акций не может быть ниже номинала (в противном случае акционерное общество не сможет сформировать свой уставный капитал), но может быть выше номинала. Разница между эмиссионной и номинальной ценой акции называется эмиссионным доходом и составляет дополнительный капитал компании.

Облигации могут размещаться по любой цене: по номиналу, ниже или выше номинала. Дисконтные облигации размещаются по цене ниже номинала, то есть с дисконтом, со скидкой. Сумма дисконта и составит доход инвестора в этом случае. Процентные облигации, в зависимости от уровня рыночной процентной ставки и купонной доходности облигации, могут размещаться по цене как ниже, так и выше номинала. Так, если ставка купона ниже ставки рыночной доходности, инвесторы купят такую облигацию только при условии, что такая инвестиция принесет им доход на рыночных условиях, то есть обеспечит доходность не ниже рыночной. А это станет возможным только тогда, когда цена продажи такой облигации будет ниже номинала. Если же ставка купона выше рыночной процентной ставки, такую облигацию можно продать и выше номинала, то есть с премией.

Процесс размещения ценных бумаг должен продолжаться не более одного года с даты начала эмиссии (хотя, конечно, эмитент может разместить свои ценные бумаги и быстрее), после чего эмитент представляет в государственный регистрирующий орган отчет о выпуске ценных бумаг. Если ценные бумаги не нашли спроса со стороны инвесторов, эмитент имеет право разместить меньшее количество ценных бумаг, чем было зарегистрировано. Но если бумаги пользуются повышенным спросом, эмитент все же не может разместить их больше, чем было зарегистрировано. Только после регистрации, отчета эмиссии ценных бумаг может считаться завершенной, однако в случае эмиссии с регистрацией проспекта эмиссии эмитент должен также раскрыть всю информацию, содержащуюся в отчете об итогах выпуска ценных бумаг.

Этим, кстати сказать, не ограничиваются обязательства эмитента по раскрытию информации о себе. Законодательством установлена такая норма, согласно которой эмитент, хотя бы один выпуск ценных бумаг которого (акций, облигаций) сопровождался регистрацией проспекта эмиссии, обязан раскрывать информацию о себе в форме ежеквартального отчета и в форме публикации сообщений о существенных фактах в своей деятельности.

Таким образом, процедура эмиссии эмиссионных ценных бумаг включает следующие этапы:

- принятие эмитентом решения о размещении ценных бумаг;
- принятие эмитентом решения о выпуске ценных бумаг;
- подготовка проспекта эмиссии (в случае, если государственная регистрация выпуска ценных бумаг должна сопровождаться регистрацией их проспекта эмиссии);
- государственная регистрация выпуска ценных бумаг и, в необходимых случаях — регистрация проспекта эмиссии ценных бумаг;
- изготовление сертификатов ценных бумаг (в случае выпуска ценных бумаг в документарной форме) и раскрытие информации, содержащейся в проспекте эмиссии ценных бумаг (если государственная регистрация сопровождается регистрацией проспекта эмиссии ценных бумаг);
- размещение ценных бумаг;
- регистрация отчета об итогах выпуска ценных бумаг;
- раскрытие информации, содержащейся в отчете об итогах выпуска ценных бумаг в случае, если государственная регистрация сопровождалась регистрацией проспекта эмиссии ценных бумаг.

Краткие выводы.

- Под эмиссией ценных бумаг понимается выпуск их в обращение. Эмитентами ценных бумаг могут быть юридические лица (предприятия, банки) и органы государственной власти и управления, муниципальные образования, которые от своего имени выпускают ценные бумаги и несут обязательства по ним перед владельцами ценных бумаг. Некоторые виды ценных бумаг могут выпускаться и физическими лицами (например, векселя).
- Эмиссия ценных бумаг производится при учреждении акционерных обществ, а также при необходимости увеличения уставного капитала или потребности привлечения дополнительных финансовых ресурсов.
- Органы исполнительной власти используют эмиссию ценных бумаг обычно для покрытия дефицита бюджетов либо для решения других значимых задач.
- Продажа ценных бумаг их первым владельцам формирует первичный рынок ценных бумаг.
- При конструировании ценных бумаг и других финансовых инструментов эмитентом ставится цель, чтобы они были выгодны как эмитенту, так и инвестору.
- Эмиссия ценных бумаг регламентируется законодательством и состоит из нескольких этапов. Размещение ценных бумаг может осуществляться по открытой и закрытой подписке.
- Эмитент может организовывать эмиссию и размещение ценных бумаг самостоятельно или привлекать для этих целей профессиональных посредников — андеррайтеров.
- Андеррайтер — это лицо, принимающее на себя обязательства организовать эмиссию и разместить ценные бумаги эмитента.

Понятие андеррайтинга

Эмитент, который планирует привлечь средства на основе выпуска ценных бумаг, имеет две принципиально различные возможности: организовать эмиссию и размещение ценных бумаг самостоятельно или привлечь для этой цели профессионалов рынка ценных бумаг, то есть привлечь для этой цели андеррайтеров.

Услуги, оказываемые эмитентам андеррайтерами, называются *андеррайтингом ценных бумаг*.

Сам термин «андеррайтинг» (underwriting) возник во времена становления морского страхования, когда купец в качестве третьей стороны ставил свою подпись (write) под (under) суммой и слагаемыми риска, которые он согласен был покрыть.

Андеррайтер — это профессиональный участник рынка ценных бумаг (финансовый консультант) или группа профессиональных участников рынка ценных бумаг, обслуживающих и гарантирующих эмиссию ценных бумаг эмитента, осуществляющих их покупку для дальнейшей перепродажи широкой публике.

Андеррайтинг ценных бумаг — это организация эмиссии ценных бумаг для клиента — эмитента ценных бумаг и гарантирование в той или иной форме их размещения на первичном рынке.

Выбор андеррайтера является важной частью подготовки эмиссии ценных бумаг.

Компания, планирующая выпуск ценных бумаг, должна выбрать такого андеррайтера, квалификация и опыт которого в наибольшей степени отвечали бы ее запросам.

Привлечение андеррайтера для осуществления эмиссии не является обязательным.

Однако для эмитента, не обладающего достаточным опытом работы на фондовом рынке и не владеющего техникой эмиссии ценных бумаг, использование андеррайтинга для размещения ценных бумаг является гарантией успешной эмиссии.

Было бы неправильно рассматривать андеррайтинг ценных бумаг только как размещение или гарантирование размещения этих бумаг. Андеррайтер выполняет ряд функций, которые условно можно разделить на 4 группы:

- подготовка эмиссии ценных бумаг;
- распределение эмиссии ценных бумаг;
- послерыночная поддержка ценных бумаг;
- аналитическая и исследовательская поддержка ценных бумаг.

При подготовке эмиссии андеррайтер оказывает всесторонние консультации компании, начиная от консультаций по поводу реорганизации (часто эмиссия связана с реорганизацией компании) и изменения структуры капитала компании, до решения организационных вопросов. Сюда входит и конструирование выпуска ценных бумаг, и оценка эмитента и ценных бумаг эмитента, и подготовка проспекта эмиссии.

После государственной регистрации выпуска начинается размещение ценных бумаг, которое андеррайтинг осуществляет или как прямой выкуп всего или части выпуска эмитента, или размещает ценные бумаги через эмиссионный синдикат, размещает путем поиска инвесторов и предложения широкой публике.

Послерыночная поддержка ценных бумаг означает, что андеррайтер берет на себя обязательство по поддержке курса этих ценных бумаг на вторичном рынке как во время первичного размещения, так и после его завершения. Андеррайтер «держит» цены, чтобы не допустить ситуации, когда бумаги на вторичном рынке можно купить дешевле, чем при их первичном размещении. Андеррайтер принимает в этом случае на себя значительный риск, так как в случае снижения рыночной цены он несет большие потери.

Аналитическая и информационная поддержка эмитента андеррайтером означает, что консультант (андеррайтер) постоянно отслеживает конъюнктуру рынка, состояние факторов, влияющих на рынок в целом и на курс данных ценных бумаг.

Таким образом, можно сделать вывод, что андеррайтинг — это комплекс услуг, предоставляемых профессиональным участником рынка ценных бумаг эмитенту в связи с эмиссией ценных бумаг. Не случайно на развитых рынках этот вид деятельности считается престижным и высокодоходным, его осуществляют только самые крупные, надежные компании, способные качественно выполнить все перечисленные функции.

В мировой практике используются разные виды андеррайтинга. Выделяют два принципиально различающихся вида андеррайтинга:

1. Андеррайтинг на базе твердых обязательств. Андеррайтер берет на себя обязательство выкупить у эмитента всю или часть эмиссии. В случае неразмещения эмиссии именно андеррайтер принимает на себя финансовые риски, поскольку обязуется выкупить ценные бумаги. Если на вторичном рынке цена на ценные бумаги понижается, андеррайтер несет значительные потери. В силу высоких рисков для эмитента андеррайтинг на базе твердых обязательств при прочих равных условиях стоит дороже, чем андеррайтинг на основе лучших усилий.

2. Андеррайтинг на базе лучших усилий. Андеррайтер берет на себя обязательство приложить все возможные усилия для размещения ценных бумаг, но не берет обязательства выкупить ценные бумаги. Все риски, связанные с неразмещением ценных бумаг, ложатся на эмитента. Непроданные ценные бумаги возвращаются эмитенту.

Эмиссионный андеррайтинговый синдикат

Обычно андеррайтинг осуществляет не один профессиональный участник рынка ценных бумаг, а их группа, то есть создается эмиссионный (андеррайтинговый) синдикат.

Эмиссионный синдикат не является юридическим лицом, это временное объединение участников рынка для выполнения одной конкретной задачи — размещения конкретной эмиссии. В случаях крупной эмиссии эмиссионный синдикат может состоять из десятков и сотен членов, причем компании — члены эмиссионного синдиката, сотрудничая в рамках андеррайтинга, остаются конкурентами на других участках рынка.

Возглавляет эмиссионный синдикат менеджер эмиссионного синдиката. В качестве менеджера выступает крупная компания, которая берет на себя повышенные обязательства по выкупу части эмиссии, а также выполняет следующие функции:

- формирование эмиссионного синдиката и координация деятельности его членов;
- подготовка андеррайтингового и синдикационного договора;
- представительство эмиссионного синдиката в отношениях с эмитентом и с третьими лицами;
- принятие мер по стабилизации курса размещаемых ценных бумаг в период их первичного размещения.

В структуру эмиссионного синдиката входят также со-менеджеры, простые и привилегированные члены синдиката. Все члены эмиссионного синдиката берут на себя обязательства по выкупу определенной части эмиссии, причем чем выше «статус» члена синдиката, тем больше обязательства, а значит, и риски, он на себя принимает. Поэтому прибыль члена синдиката не пропорциональна доле эмиссии, которую выкупает данный профессиональный участник. Доля прибыли тем выше (не только абсолютно, но и относительно), чем выше обязательства по выкупу ценных бумаг у эмитента. На договорной основе могут привлекаться и брокеры, осуществляющие продажу ценных бумаг публике по поручению членов синдиката.

Андеррайтинговый и синдикационный договоры

Андеррайтинговый договор — это договор между эмитентом и эмиссионным синдикатом об организации и гарантировании первичного размещения ценных бумаг. Его основными пунктами являются:

- тип андеррайтинга;
- объем выпуска ценных бумаг;
- цена выпуска ценных бумаг у эмитента.

Синдикационный договор — это договор между членами эмиссионного синдиката об организации и гарантировании первичного размещения ценных бумаг. Его основными пунктами являются:

- установленные доли выпуска, за которые принимают на себя ответственность члены эмиссионного синдиката;
- дифференциация цен на ценные бумаги внутри синдиката
- ответственность членов эмиссионного синдиката.
- прибыль эмиссионного синдиката, которая складывается за счет ценового спреда — разницы между ценой продажи ценных бумаг публике и ценой выкупа ценных бумаг андеррайтером у эмитента. Размер спреда может колебаться весьма значительно в зависимости от разных факторов, основными из которых являются: размеры, финансовое положение, репутация компании-эмитента. Крупные, имеющие хорошую деловую репутацию и устойчивое финансовое положение компании имеют меньший спред;
- размер эмиссии. Чем больше размер эмиссии, тем спред меньше.
- инвестиционное качество ценных бумаг. Облигации, например, как имеющие более высокое инвестиционное качество (менее рискованны), чем акции, при прочих равных условиях будут иметь меньший риск. В свою очередь, облигации, обеспеченные залогом, будут иметь меньший спред, чем облигации, не обеспеченные залогом имущества.

Понятие и виды инвестиций

В обыденном сознании под термином «инвестировать деньги» мы понимаем «пустить деньги в оборот», «выгодно вложить деньги», предполагая, что через какое-то время они вернуться с прибылью.

Инвестиции — это вложение свободных денежных средств в различные активы с целью получить прибыль. Инвестиции подразделяются на *инвестиции в финансовые активы и инвестиции в материальные активы*.

Инвестиции в финансовые активы, или финансовые инвестиции — это вложения во все виды платежных и финансовых обязательств. К ним относятся наличные деньги, вклады на текущих и срочных счетах в банках, иностранная валюта, ценные бумаги (акции, облигации, долговые обязательства государства, векселя).

Инвестиции в материальные активы, или реальные инвестиции — это вложения во все виды материального богатства. К ним относятся земля, недвижимое имущество, драгоценные металлы и т. д.

Если же говорить о рынке ценных бумаг, то понятие «инвестиции» приобретает более конкретные очертания.

Инвестиции в ценные бумаги — это покупка ценных бумаг от своего имени и за свой счет, на свой страх и риск. Таким образом, инвестиции в ценные бумаги относятся к финансовым инвестициям.

Инвестор на рынке ценных бумаг — это лицо (юридическое или физическое), покупающее ценные бумаги от своего имени и за свой счет. Инвестиционная деятельность на рынке ценных бумаг требует специальных знаний не только о фондовом, но и о финансовом рынке в целом, о закономерностях развития экономики и производства, а также навыков экономического и финансового анализа, обработки разнообразной информации. То есть мы можем сказать, что инвестирование в ценные бумаги требует знаний и профессионализма, но в соответствии с законом «О рынке ценных бумаг» юридически инвестиционная деятельность не является профессиональной. Это означает, что для осуществления инвестиций в ценные бумаги (покупки ценных бумаг) не требуется получения специальной лицензии Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, как, например, при осу-

шествии брокерской или дилерской деятельности, поскольку для того, чтобы рисковать своими собственными деньгами, никакого специального разрешения не нужно. Однако было бы неверным думать, что инвестиционная деятельность вообще не регулируется государством. Напротив, для определенных категорий лиц жестко устанавливаются требования по составу и размерам инвестиций в ценные бумаги. Это относится к банкам, компаниям — профессиональным участникам рынка ценных бумаг, инвестиционным фондам и т. д.

Индивидуальные, корпоративные и институциональные инвесторы

Выделяют следующие три вида инвесторов:

1. Индивидуальные инвесторы — это физические лица, граждане, покупающие ценные бумаги на свои сбережения. Следует отметить, что владельцем ценных бумаг можно стать не только в результате их покупки, но и получив их в дар, по наследству, в процессе обмена, в других случаях. В государствах с развитыми финансовыми рынками инвестиции граждан могут составлять очень значительную долю в общем объеме вложений в ценные бумаги. Так, например, на рынке ценных бумаг США от физических лиц поступает больше заявок на покупку акций, чем от всех других групп инвесторов, благодаря большой численности частных инвесторов, хотя эта категория инвесторов редко заключает крупные сделки.

2. Корпоративные инвесторы — это различные фирмы, предприятия, компании, которые свои временно свободные средства вкладывают в ценные бумаги. Для таких инвесторов инвестиционная деятельность не является основной, это лишь средство максимизировать финансовые потоки (увеличить прибыль). Например, промышленное предприятие может остаток на своем расчетном счете инвестировать в ликвидные, то есть быстро продающиеся ценные бумаги, на очень короткие сроки, даже на несколько дней.

3. Институциональные инвесторы — это инвесторы (юридические лица), у которых свободные денежные средства, предназначенные для инвестирования в ценные бумаги, образуются в силу характера их деятельности. К ним относятся все виды инвестиционных фондов, негосударственные пенсионные фонды, страховые компании. Эти инвесторы покупают ценные бумаги не время от времени, в зависимости от того, есть ли временно свободные средства, а постоянно, ибо имеющиеся у них деньги непосредственно предназначены для того, чтобы покупать на них ценные бумаги. Так, например, негосудар-

ственные пенсионные фонды существуют для того, чтобы обеспечить дополнительные пенсионные выплаты гражданам. За счет какого источника? За счет взносов самих граждан в течение их трудоспособной жизни. Но пенсионный фонд эти взносы должен не только сохранить, но и приумножить, выгодно их вложив, в том числе в ценные бумаги. Аналогично дела обстоят и со страховыми организациями. Страховые взносы инвестируются, в том числе, в ценные бумаги, а доходы от таких инвестиций идут на выплату страховых премий при наступлении страховых случаев. Ну а инвестиционные фонды и учреждаются ради вложений в ценные бумаги и получения дохода от таких вложений.

Институциональные инвесторы играют все большую роль на финансовом рынке, и эта роль в последние десятилетия быстро возрастает. Например, на американском рынке эти инвесторы владеют более чем половиной акционерного капитала (акциями), выпущенного в обращение американскими корпорациями.

Государство, как правило, не осуществляет инвестиции в ценные бумаги, оно, напротив, выпускает собственные ценные бумаги, финансируя дефицит государственного бюджета.

Все инвесторы, вкладывая свои деньги в ценные бумаги, преследуют достижение ряда целей. Эти цели инвестирования следующие:

Надежность вложений — неуязвимость инвестиций от потрясений на финансовом рынке и стабильность получения дохода, то есть отсутствие риска потерь капитала (под капиталом понимаются и вложенные средства, и предстоящие доходы). Безопасность вложений всегда достигается в ущерб доходности. Самыми безопасными считаются краткосрочные обязательства государства, недаром ставка доходности по ним называется «ставкой без риска». Надежными являются и облигации крупных, хорошо известных компаний.

Доходность вложений, то есть получение текущего дохода на вложенный капитал (дивидендов на акции, процентов на облигации). Более доходными, но не безопасными, по сравнению с государственными ценными бумагами, являются ценные бумаги частных предприятий, банков, компаний.

Рост вложений, то есть увеличение вложенных средств за счет роста курсовой стоимости ценных бумаг. Рост вложений обеспечивают только акции. Выделяют целый класс ценных бумаг, называемых ценными бумагами роста. К ним относятся простые акции быстро растущих компаний, функционирующих в передовых отраслях экономики, акции высокотехнологичных компаний. Как правило, эти компании вообще не выплачивают дивиденды или выплачивают незначительные дивиденды, а всю чистую прибыль направляют на раз-

вите производства. Это обеспечивает быстрое удорожание капитала (рост курсовой стоимости акций). Характерным примером таких акций являются акции компаний, связанных с производством компьютеров и программного обеспечения. Еще 30 лет назад их просто не существовало, а на сегодняшний день, например, капитализация (рыночная стоимость акций) компании «Майкрософт» составляет более 400 млрд долларов. Акции компаний, ведущих торговлю через Интернет сегодня — другой пример ценных бумаг роста.

Ликвидность вложений, то есть возможность быстро и без потерь продать ценные бумаги, превратить их в деньги.

Кроме этих стандартных целей у инвестора могут быть и специфические цели инвестирования, например, обеспечение доступа к каким-либо видам ресурсов, достижение полного контроля над предприятием.

Ни одна из ценных бумаг не может в равной степени отвечать требованиям инвестора, предъявляемым к надежности, доходности, росту вложения, ликвидности. Следовательно, необходимо найти компромисс между ними.

Этот компромисс достигается диверсификацией. Диверсификация вложений в ценные бумаги — это распределение инвестиционного капитала между ценными бумагами разных эмитентов, непосредственно не связанных между собой, с целью снижения риска, или, по-другому, создание хорошо диверсифицированного портфеля ценных бумаг (инвестиционного портфеля).

Портфель ценных бумаг

Портфель ценных бумаг (инвестиционный портфель) — это совокупность ценных бумаг, принадлежащих инвестору. В портфеле могут быть разные виды ценных бумаг (простые и привилегированные акции, облигации, государственные ценные бумаги), ценные бумаги разных эмитентов (работающих в разных сферах экономики: производство, услуги, финансовый сектор и т. д.; в разных отраслях: добывающих, обрабатывающих, высокотехнологичных; находящихся на разных стадиях жизненного цикла, например, венчурные предприятия, предприятия, давно занявшие свою нишу на рынке).

Каждый инвестор стремится создать сбалансированный портфель ценных бумаг. Сбалансированный портфель ценных бумаг — это такая их совокупность, которая соответствует представлению данного инвестора об оптимальном сочетании инвестиционных характеристик ценных бумаг (надежности, доходности, роста вложений, ликвиднос-

ти). Это означает, что для каждого инвестора будет свой, отличный от других, сбалансированный инвестиционный портфель.

Любой инвестор, вкладывающий деньги в ценные бумаги, ищет для себя компромисс между рискованностью и доходностью вложений. Все операции с ценными бумагами связаны с риском, то есть с вероятностью потерь капитала, будущих доходов, упущенной выгоды. Рискованность и доходность инвестиций в ценные бумаги находятся в обратной зависимости: чем надежнее ценные бумаги, тем они менее доходны, чем выше доходность вложений, тем больший риск инвестора.

По степени риска выделяют различные типы инвесторов и, соответственно, типы портфелей ценных бумаг, от низкорискованного, консервативного, до высокорискованного, агрессивного.

Консервативный инвестор — это инвестор, который стремится в первую очередь обеспечить надежность вложений, безопасность капитала в ущерб доходности. Портфель консервативного инвестора (консервативный портфель) формируется в первую очередь из облигаций, в том числе государственных, обыкновенных и привилегированных акций крупных, хорошо известных компаний.

Агрессивный инвестор — это инвестор, который сознательно принимает на себя повышенный риск в надежде получить повышенную прибыль. Портфель агрессивного инвестора (агрессивный портфель) будет состоять в первую очередь из обыкновенных акций, в том числе не только известных, но и венчурных (инновационных) компаний, других высокорискованных финансовых инструментов, например, фьючерсов, опционов.

Конечно, существуют и промежуточные типы инвесторов, в разной степени сочетающие в себе черты и агрессивного, и консервативного инвестора.

Роль инвестиций в экономике

Экономическое благосостояние общества зависит от того, как работает его реальный сектор (промышленность, сельское хозяйство, транспорт, связь и другие его отрасли). Именно здесь создаются товары и услуги, источник богатства и процветания. Однако для того, чтобы производить, необходимо купить оборудование, сырье, выплатить заработную плату персоналу, заплатить налоги. За счет каких источников финансирования?

В большинстве государств с развитыми рыночными отношениями государство финансирует очень незначительную часть экономики. По-

давяющее число предприятий в результате приватизации перешли в частную собственность и не могут больше рассчитывать на финансовую поддержку государства. Вновь учреждаемые компании также существуют только за свой собственный счет. Как же происходит финансирование таких предприятий и какую роль в этом процессе играют инвестиции?

Рассмотрим пример. Учреждается предприятие по производству автомобилей в форме акционерного общества «Х» (акционерная форма собственности на сегодняшний момент является ведущей в мире). Первый выпуск акций распределяется между учредителями, то есть учредители покупают их, становясь акционерами, или делают инвестиции в акции данного общества. Собственником средств от продажи акций становится само акционерное общество «Х». На эти средства покупается оборудование, нанимаются рабочие, начинается процесс производства. Произведенные автомобили продаются, за счет выручки от продажи возмещаются затраты, формируется прибыль. По результатам финансового года оказывается, что прибыли достаточно, чтобы выплатить дивиденды, и наши акционеры получают доход от вложения своих капиталов (инвестиций). Один из акционеров остался недоволен полученным доходом и решил выйти из акционерного общества «Х». Для этого он обратился к биржевому брокеру и продал свой пакет акций. Теперь уже новый владелец акций стал акционером, инвестировал свои средства в акции акционерного общества «Х», но само общество «Х» этого «не заметило», капитал общества остался неприкосновенным. В данном примере речь идет о финансовых инвестициях, поскольку инвесторы купили акции. Предположим, что это же предприятие учреждалось бы в форме общества с ограниченной ответственностью «У». Каждый из учредителей вносит свою долю в уставный капитал в соответствии с учредительским договором и становится совладельцем данного предприятия. И в этом случае учредитель инвестирует свои средства, но это — не финансовые, а реальные инвестиции.

Реальные инвестиции называют также прямыми, поскольку средства напрямую вкладываются в предприятие, в противовес финансовым, которые называют портфельными, так как средства в данное предприятие вкладываются не напрямую, а опосредованно, через покупку ценных бумаг, через формирование портфеля ценных бумаг.

Прямыми называют также инвестиции в крупные пакеты акций, что позволяет обеспечить прямое влияние на принятие решений в выбранных компаниях.

По итогам финансового года совет учредителей решил всю прибыль направить на развитие производства. Один из учредителей считал это решение неправильным и решил выйти из общества. В этом случае он имеет право изъять свой вклад, что и было сделано. Поскольку капитал общества «У» существенно уменьшился, дальнейшее производство автомобилей стало невозможным, общество «У» оказалось на грани банкротства. Остался один-единственный шанс: найти нового инвестора. Здесь были рассмотрены следующие возможности: получить кредит в банке, найти стратегического партнера, выпустить облигации.

Рассмотрим эти варианты. Коммерческие банки аккумулируют средства физических и юридических лиц, принимая вклады и выплачивая по ним проценты, и выгодно размещают, то есть инвестируют избранные средства, получая за это проценты. Разница в процентах составляет прибыль банка. Банк может выдавать кредиты, делать прямые и портфельные инвестиции, выдавать валюту и т.д. Однако ни один банк не согласился выдать кредит под приемлемые проценты обществу «У», с одной стороны, из-за высокого риска, а с другой стороны из-за того, что в этот момент на финансовом рынке были гораздо более привлекательные возможности получения дохода.

А вот поиск стратегического партнера для общества «У» вроде бы увенчался успехом: к автомобильному заводу проявил интерес иностранный производитель оборудования, который согласился вложить необходимый объем инвестиций, либо войдя в состав учредителей, либо в виде предоставления займа. Однако дальнейшие переговоры показали, что иностранный инвестор может внести инвестируемые средства только в товарной форме — в форме оборудования собственного производства, при этом оценка оборудования была произведена не по рыночной цене, а по цене, названной производителем. К сожалению, условия сотрудничества не устроили учредителей общества «У».

Остался последний вариант: выпустить облигации. Общество «У» обратилось в компанию по ценным бумагам, которая выступила консультантом в выпуске облигаций и гарантировала их размещение. Пройдя все необходимые процедуры, выпуск был зарегистрирован и успешно распродан среди широкого круга инвесторов. Эти облигации покупали и граждане, и предприятия, и инвестиционные фонды, поскольку они были достаточно надежными (выпущены под залог имущества предприятия) и обеспечивали высокую доходность в виде ежегодных процентных выплат. В данном случае инвесторами выступили эти самые граждане, предприятия, инвестиционные фонды. Обще-

ство «У» с помощью инвестиций, полученных за счет выпуска облигационного займа, решило свои проблемы, расширило, как и планировалось, производство, вовремя погасило облигации.

Приведенные выше примеры показывают значение инвестиций в экономике. В рыночной экономике инвестиции — это основной источник (наряду с собственными средствами предприятий) финансирования производства, его развития и структурной перестройки экономики.

Единственной возможностью получения финансовых ресурсов для предприятия, функционирующего в условиях рынка, является использование механизма финансового рынка. Во-первых, выпуская и продавая свои собственные ценные бумаги, предприятие привлекает средства инвесторов. Во-вторых, вкладывая временно свободные свои собственные средства в ценные бумаги других эмитентов или в другие финансовые активы, предприятие зарабатывает дополнительный доход.

А какова роль государства в обеспечении инвестиций в экономику? Государство, осуществляя свою экономическую политику, должно создавать условия, стимулирующие инвестиции в производство.

Основным «поставщиком» инвестиционных ресурсов выступает население, инвестируют свои средства также и предприятия, государство же выступает чистым «потребителем» капитала, выпуская и продавая свои собственные ценные бумаги. Конечно, рынок государственных ценных бумаг может и должен существовать, поскольку эмиссия ценных бумаг предпочтительнее эмиссии денег при финансировании дефицита государственного бюджета. На сегодняшний день государственные ценные бумаги уже утратили такую привлекательность для инвесторов, как прежде. Инвесторы ищут возможности надежно и выгодно вложить свои деньги. Осталось только предложить им инструменты для инвестирования.

Защита прав инвесторов

Инвестирование в финансовые активы, в том числе в ценные бумаги, связано с высокой степенью риска, в том числе с риском мошенничества. Ведь финансовый рынок — идеальная площадка для обмана разного рода: от прямого мошенничества до более изощренных форм, таких как неполное раскрытие информации эмитентами о себе и о своей деятельности (из-за этого инвестор может принять неправильное для себя решение), манипулирование ценами, использование инсайдерской (внутренней) информации и так далее. В связи с этим деятельность на рынке ценных бумаг очень строго регулируется во всем мире. В центре государственного регулирования рынка

ценных бумаг стоит защита прав всех участников рынка: эмитентов, профессиональных участников, инвесторов.

Защита прав инвесторов — это особый вопрос. Ведь если инвестор не уверен в защите своих прав, он просто не будет вкладывать деньги в ценные бумаги, и экономика останется без инвестиций.

Существует целый ряд инструментов защиты прав инвесторов:

— ограничения на рынке ценных бумаг, связанные с эмиссией и обращением ценных бумаг;

— предоставление информации инвесторам в связи с обращением ценных бумаг;

— полномочия федерального исполнительного органа по рынку ценных бумаг в части наложения штрафов.

Доходность вложений в ценные бумаги. При инвестировании денежных средств в ценные бумаги инвестора не в последнюю очередь интересуют те доходы, которые он получит, то есть доходность его вложений. Доходы инвестора складываются из дивидендов по акциям, купонных (процентных) выплат по облигациям, а также из положительной разницы между ценой продажи и ценой покупки ценных бумаг.

Доходность вложений определяется как отношение всех доходов от ценных бумаг к затратам на приобретение этих ценных бумаг, выраженные в процентах. При этом, поскольку периоды владения ценной бумагой в каждом конкретном случае разные, доходность приводится к годовой доходности (в пересчете на год).

Краткие выводы

- Инвестиции — это вложения свободных денежных средств в различные активы с целью получения прибыли. Они могут осуществляться как в финансовые, так и в реальные активы.
- Основными целями и условиями инвестирования являются надежность, доходность, рост и ликвидность вложений.
- В рыночной экономике инвестиции играют ведущую роль в финансировании производства, его развития, в структурной перестройке экономики.
- Инвестиции в ценные бумаги могут осуществляться индивидуально и через коллективные инвестиционные фонды, которые обеспечивают инвестору ряд преимуществ: профессиональное управление активами, снижение риска инвестирования и затрат на управление, надежность вложений, а также налоговые льготы.

Цели создания и механизм деятельности инвестиционных фондов

У любого инвестора есть два пути инвестирования в ценные бумаги: покупать ценные бумаги индивидуально, самостоятельно, или через систему коллективных инвестиций.

Предположим, у вас есть некоторые сбережения, и вы решили потратить их на покупку ценных бумаг. В каком же магазине продается этот необычный товар? Конечно, в фондовом. Это означает, что вам необходимо выбрать такую брокерскую или брокерско-дилерскую компанию на рынке ценных бумаг, которая сможет удовлетворить все ваши запросы. Становясь клиентом брокерской компании, вы заключаете с последней договор на брокерское обслуживание, и в соответствии с пунктами этого договора компания по вашему поручению покупает и продает ценные бумаги, естественно, получая за это комиссионное вознаграждение. Специалист компании может дать вам ряд консультаций по поводу ценных бумаг, но непосредственное решение, что именно и когда покупать или продавать вы принимаете самостоятельно.

Система коллективных инвестиций — это принципиально иной механизм инвестирования в ценные бумаги. Под коллективными инвестициями понимаются инвестиции через все виды инвестиционных фондов.

Инвестиционный фонд — это механизм аккумуляции денежных средств мелких инвесторов (юридических и физических лиц) в единый денежный пул для последующего профессионального управления этими средствами как единым инвестиционным портфелем.

Как функционирует инвестиционный фонд? Мелкий инвестор, решив стать вкладчиком фонда, покупает акции или паи конкретного инвестиционного фонда. Деньги от продажи акций или паев становятся собственностью фонда, а инвестор становится собственником акций или паев фонда. Инвестиционный фонд деньги, полученные от инвесторов, использует для покупки ценных бумаг, валюты, а также может положить на депозит в банк. Эти финансовые активы приносят фонду доход в виде роста курсовой стоимости акций, дивидендов, процентов. Таким образом, имущество фонда увеличивается.

доля этого фонда, приходящаяся на одну акцию или пай, растет. Получается, что инвестиционный фонд выступает как посредник, помощник инвестора в его инвестициях на фондовом рынке.

Можно выделить ряд основных преимуществ, которые обеспечивает инвестиционный фонд своим инвесторам (вкладчикам, пайщикам):

1. Профессиональное управление активами инвестиционных фондов.

Работа на финансовом рынке требует специальных знаний и профессиональной подготовки, которыми не владеет широкая публика. Кроме этого, для эффективного инвестирования необходима оперативная информация о финансовых активах, профессиональных участниках рынка ценных бумаг, о состоянии и тенденциях рынка и так далее, анализом которой занимаются целые функциональные подразделения. Но и этого недостаточно. Мало принять правильное профессиональное решение. Необходимо еще и суметь вовремя реализовать это решение на практике. Естественно, такими возможностями в комплексе не обладает даже крупный индивидуальный капитал, уж не говоря об обычных гражданах. А вот инвестиционный фонд такую возможность предоставляет, поскольку его активами управляют профессионалы — управляющая компания, имеющая специальную лицензию Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг. Для получения такой лицензии необходимо соответствовать требованиям финансовой устойчивости, профессионализма, другим важным критериям;

2. Снижение риска инвестирования.

Вся деятельность на финансовых рынках связана с риском, то есть с возможностью потерять как инвестированные суммы, так и доходы по ним. Вложения в инвестиционный фонд не устраняют риск, но существенно снижают его, в первую очередь за счет диверсификации активов фонда. Инвестиционный портфель фонда формируется из многих видов ценных бумаг, имеющих разную доходность и степень риска. Таким образом, риск для всех инвесторов инвестиционного фонда усредняется и снижается по сравнению с риском индивидуальных инвестиций. Даже незначительная по размеру инвестиция, сделанная через инвестиционный фонд, обезличиваясь в «общем котле», обеспечивает необходимую степень диверсификации вложений, невозможную при самостоятельном выходе мелкого инвестора на финансовый рынок;

3. Снижение затрат на управление инвестициями.

Инвестиционный фонд в качестве крупного инвестора дает возможность снизить затраты на управление инвестиционным портфелем по двум направлениям: во-первых, выступая оптовым покупателем, инвестицион-

ный фонд может получить существенные льготы в цене по сравнению с мелким розничным покупателем, как и на любом другом рынке. Во-вторых, инвестиционный фонд снижает операционные и накладные расходы в расчете на единицу инвестирования (затраты на перерегистрацию прав собственности, информационно-аналитическое обслуживание и так далее);

4. Повышенная надежность вложений в инвестиционные фонды. Поскольку деятельность инвестиционных фондов затрагивает интересы огромного числа мелких вкладчиков, сами инвестиционные фонды очень строго контролируются государством. На развитых финансовых рынках инвестиционные фонды функционируют в соответствии со специальными законами, принятыми в отдельных странах. Права инвесторов защищены юридически и фактически путем эффективно работающих механизмов контроля за инвестиционными фондами;

5. Высокая ликвидность инвестиций в инвестиционные фонды. Ликвидность вложений на развитых финансовых рынках обеспечивается тем, что инвестор по своему желанию может продать свой «пай» в любой момент либо на вторичном рынке — на фондовой бирже, либо потребовав выкупа этого «пая» самим инвестиционным фондом (или его управляющей компанией);

6. Налоговые льготы. Во многих странах инвестиции в инвестиционные фонды обеспечивают более льготное налогообложение инвесторов, как юридических, так и физических лиц, по сравнению с индивидуальными инвестициями. Однако необходимо помнить, что вложения в инвестиционный фонд не устраняют риска инвестирования, а только снижают его. В конечном итоге риск ложится на самого инвестора. Инвестор принимает решение, как именно распорядиться своими средствами — положить их в банк, самостоятельно покупать те или иные ценные бумаги и производные финансовые инструменты, оставить деньги на текущем счете или хранить их в виде наличных средств, вложить в инвестиционный фонд или купить страховой или пенсионный полис и так далее. Если выбор делается в пользу инвестиционного фонда, сам инвестор решает, какой именно фонд он выбирает, то есть за инвестором остается инициатива и принятие решения, а значит и риск, с этим решением связанный.

Роль инвестиционных фондов в национальной экономике

Рассматривая сущность инвестиционного фонда как инвестиционного посредника, как механизм снижения риска для индивидуального инвестора, нельзя не сказать и о «другой стороне медали». Ин-

вестиционные фонды, аккумулируя мелкие вклады, направляют их через механизм финансового рынка в экономику страны, обеспечивая ее таким образом необходимыми финансовыми ресурсами. Тем самым деньги мелких инвесторов работают на них дважды: с одной стороны, они приносят непосредственный доход от инвестиций, с другой стороны, они «работают» на экономический потенциал государства, а значит — и на всех его граждан. Получается, что инвестиционные фонды — это не только привлекательный способ инвестирования сбережений, но и важное звено в системе финансового посредничества, необходимая составляющая эффективного распределения капитала в национальной экономике. В конечном итоге именно это является причиной того, что во многих странах мира в последние десятилетия количество самих инвестиционных фондов и размеры их активов стремительно растут.

Инвестор на рынке ценных бумаг, будь то индивидуальный гражданин или инвестиционный фонд, не просто покупает ценные бумаги, а осуществляет управление портфелем ценных бумаг.

Управление портфелем ценных бумаг — это действия с совокупностью ценных бумаг инвестора с целью сохранения стоимости и получения дохода, не зависящего от уровня инфляции.

В управлении портфелем можно выделить следующие этапы:

1. Выбор инвестиционной политики. На этом этапе инвестор принимает решение, касающееся целей инвестирования: ориентация в большей степени на надежность или на доходность вложений. В зависимости от целей будет осуществлен выбор ценных бумаг для формирования портфеля;

2. Анализ рынка ценных бумаг. На этом этапе инвестор анализирует состояние экономики в целом и ее отдельных сегментов, макроэкономические показатели, состояние законодательства по отдельным вопросам, состояние финансового рынка в целом и рынка ценных бумаг с точки зрения его объема, количества операций, участников, тенденций (к повышению или к понижению) и т. д. Этот этап — необходимая предпосылка для принятия правильного инвестиционного решения;

3. Формирование портфеля ценных бумаг. На этом этапе происходит выбор конкретными эмитентами конкретных ценных бумаг и их покупка в количестве, обеспечивающем в конечном итоге достижение поставленных целей инвестирования. При формировании инвестиционного портфеля для снижения риска применяются принципы диверсификации, лимитирования и страхования. О диверсификации мы уже говорили — это распределение инвестируемых средств между

различными финансовыми инструментами, непосредственно не связанными между собой;

4. Лимитирование — это установление предельной доли средств, направляемых в один финансовый инструмент. Например, инвестиционные фонды в соответствии с законодательством всех стран не могут вкладывать в ценные бумаги одного эмитента более 5–10 % своих активов. Это означает, что портфель фонда будет состоять, как минимум, из 10 видов ценных бумаг. Страхование инвестиций в ценные бумаги осуществляется не через страховые компании, а с помощью специальных методов, в частности, с помощью хеджирования. **Хеджирование** — это операция по перенесению риска на другого участника рынка. Она заключается в том, что вместе с покупкой актива (например, валюты) одновременно продается фьючерсный контракт (фьючерс) на такое же количество валюты. В случае неблагоприятного изменения курса потери на одном рынке (на рынке наличной валюты) компенсируются прибылью на другом рынке (на рынке фьючерсов). Аналогичные операции проводят и с акциями, облигациями, если развит рынок фьючерсов на эти активы;

5. Мониторинг и пересмотр портфеля ценных бумаг. Под мониторингом понимается комплекс наблюдений и исследований, определяющих изменения в окружающей среде. В данном случае мониторингу подвергается, во-первых, финансовый рынок, т.е. выявляется, произошла ли смена тенденций, как изменились объемы торгов ценными бумагами, как изменяются цены на конкретные виды ценных бумаг и вследствие каких причин, какая информация поступила на рынок, способная повлиять на состояние портфеля. Поскольку рынок ценных бумаг очень низко инерционный, то есть мгновенно реагирует на любые изменения во внешней и внутренней среде, то мониторинг финансового рынка является важнейшей составляющей успеха управления портфелем ценных бумаг. Во-вторых, мониторингу подвергается сам портфель ценных бумаг;

6. Оценка эффективности портфеля ценных бумаг. Осуществляется расчет доходности вложений за определенное время с учетом их рискованности. При расчете доходности учитываются все накладные расходы: оплата биржевого сбора, комиссионное вознаграждение брокеру, оплата перерегистрации прав собственности, оплата депозитарных услуг (услуг по хранению ценных бумаг) и т. д.

Существуют два основных способа управления портфелем ценных бумаг: активное и пассивное управление.

Для *активного управления* держание любого портфеля — это временное дело. Активное управление характеризуется выбором и при-

обретением наиболее эффективных ценных бумаг и максимально быстрым избавлением от низкодоходных активов. Менеджер портфеля должен более точно, чем финансовый рынок, спрогнозировать размер возможных доходов от инвестированных средств, то есть опережать события, а также суметь претворить в реальность то, что подсказывает анализ. Активное управление получило название *свопинг* (от англ. Swap — обмен), т.е. постоянный обмен, ротация ценных бумаг в портфеле.

Пассивное управление основывается на предпосылке, что сам рынок достаточно эффективен для достижения успеха в выборе ценных бумаг или в учете времени операции. Пассивное управление заключается в приобретении ценных бумаг на длительный срок. Инвестор выбирает в качестве цели некоторый показатель и формирует портфель, изменение доходности которого соответствует динамике данного показателя. Пассивное управление (которое обычно называют индексированием, так как выбранный в качестве цели показатель чаще всего представляет собой широко диверсифицированный рыночный индекс, а сами пассивные портфели — индексными фондами) — относительно новое направление в инвестиционном бизнесе, которое начало развиваться примерно с 60-х годов XX века. На сегодняшний день пассивно управляемые портфели превратились в один из наиболее быстрорастущих инвестиционных продуктов, предлагаемых инвестиционными фондами (например, взаимными фондами США).

Пассивные портфели характеризуются низким оборотом ценных бумаг, минимальным уровнем накладных расходов и низким уровнем риска. Однако пассивную тактику управления инвестиционным портфелем использует значительно меньшее количество управляющих, чем активную.

Фундаментальный и технический анализ при выборе ценных бумаг

Независимо от типа портфеля (агрессивный, консервативный), от способа управления портфелем (активное, пассивное), от вида инвестора (индивидуальный или коллективный) необходимо так или иначе выбрать ценные бумаги для покупки или решить, от каких ценных бумаг необходимо избавиться. Существует два профессиональных подхода к выбору ценных бумаг: фундаментальный и технический анализ.

Фундаментальный анализ — это анализ всех факторов, влияющих на стоимость компании и ее ценных бумаг с целью определения ис-

тинной стоимости этих бумаг. Истинная, или внутренняя стоимость акции — это экспертная оценка стоимости акции, полученная аналитиком в результате фундаментального анализа.

Таким образом, объектом исследования в фундаментальном анализе является цена акции отдельной компании. Предполагается, что истинная или внутренняя стоимость акции зависит от стоимости самого акционерного общества и может быть количественно оценена как стоимость будущих денежных поступлений по данной ценной бумаге. Получается, что основная проблема заключается в том, чтобы спрогнозировать эти будущие поступления, анализируя ситуацию на рынке, инвестиционную и дивидендную политику компании, ее инвестиционные возможности, то есть изучив все факторы, так или иначе влияющие на цену акции.

Родоначальником фундаментального анализа можно считать Бенджамина Грэхэма, который в своей книге «Принципы и техника анализа ценных бумаг» (Security analysis. Principles and technique.) впервые провел параллель между внутренней стоимостью акции и ее рыночной ценой.

Можно выделить ряд положений, лежащих в основе фундаментального анализа.

На развитом рынке цена акции очень чувствительна к фундаментальным факторам, связанным с предприятием. Эти факторы определяют главный тренд движения цены акции. Текущие колебания цен — это некоторый естественный фон, который можно не принимать в расчет с точки зрения общего положения дел. Рыночные котировки цены акции являются пассивным отражением истинной ценности акции, лежащей в их основе, и это отражение так или иначе соотносится со стоящими за данной акцией активами. Каждая акция имеет свою внутреннюю стоимость. Рыночная цена всегда стремится к внутренней стоимости.

Если рыночная цена акции превышает ее внутреннюю стоимость, то акция переоценена рынком, если же внутренняя стоимость выше рыночной цены акции, то акция недооценена.

Фундаментальный анализ проводится на трех уровнях:

Макроэкономический анализ. Результатом его является определение состояния экономики страны в целом, формируется первоначальное представление о целесообразности инвестиций в различные финансовые активы.

Отраслевой анализ. Результатом отраслевого анализа является определение отраслей, имеющих наибольшую инвестиционную привлекательность.

Анализ компании. В результате этого вида анализа инвестор должен выбрать наиболее перспективные компании выбранной отрасли.

Очень важное место в фундаментальном анализе занимает теория жизненных циклов. В рамках фундаментального анализа определяют, на какой стадии жизненного цикла находятся:

- а) национальная экономика;
- б) отрасль;
- в) данное предприятие;
- г) продукт, выпускаемый на данном предприятии.

Анализ компании — наиболее сложная и дорогостоящая часть фундаментального анализа — состоит из экономического и финансового анализа.

Экономический (качественный) анализ деятельности предприятия — первая ступень анализа компании. Он состоит из следующих шагов:

— изучения истории компании и ее предназначения;

— анализа положения компании в отрасли (конкурентоспособность продукции, территориальная привлекательность компании и т.п.);

— анализа конкурентной среды;

— анализа организации предприятия, инвестиционной политики фирмы;

— анализа реализации продукции и сбытовой политики предприятия;

— анализа финансовой политики предприятия;

— анализа менеджмента компании;

— анализа научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ (НИОКР);

— анализа жизненного цикла компании, продукта, производимого компанией, определения стадии жизненного цикла, на которой они находятся в текущий момент.

Финансовый (количественный) анализ деятельности компании основывается на изучении коэффициентов, характеризующих

— платежеспособность предприятия;

— ликвидность предприятия;

— деловую активность предприятия (анализ оборачиваемости активов);

— рентабельность предприятия.

Значения финансовых коэффициентов сравниваются с некоторыми стандартными значениями.

Конечным продуктом фундаментального анализа, как уже говорилось, является оценка внутренней стоимости акции компании. Срав-

нение внутренней стоимости с рыночной ценой акции дает ответ на вопрос, какие акции недооценены рынком, следовательно, их следует покупать, а какие — переоценены, следовательно лучше воздержаться от их покупки или продать, если они находятся в портфеле.

Технический анализ — это анализ графиков цен на финансовые инструменты (ценные бумаги, валюту и т.д.). Технический анализ, в отличие от фундаментального, не исследует ничего, кроме цены. Предполагается, что рынок обладает памятью и что на будущее движение курса товаров, в частности, курсов ценных бумаг, большое влияние оказывают закономерности его прошлого поведения.

Технический анализ не предполагает рассмотрение сущности экономических явлений, то есть технический анализ — это анализ на уровне формы проявления, а не на уровне сущности.

В ходе технического анализа изучаются графики поведения курсов финансовых инструментов, или «чарты» (charts analysis), которые служат основой прогноза цен, поэтому технических аналитиков называют «чартистами» (chartists).

Как видим, и фундаментальный, и технический анализ — это сложные виды анализа, и обеспечить профессиональное и качественное их проведение способны далеко не все инвесторы.

Система регулирования рынка ценных бумаг

Регулирование рынка ценных бумаг — это упорядочение деятельности всех его участников (эмитентов, инвесторов, профессиональных участников рынка ценных бумаг) и сделок между ними со стороны уполномоченных на это органов.

Регулирование рынка ценных бумаг (как и любого другого объекта) можно разделить на внутреннее и внешнее регулирование.

Внутреннее регулирование — это подчиненность участников рынка ценных бумаг собственным нормативным документам: уставу, правилам осуществления деятельности, стандартам деятельности и так далее.

Внешнее регулирование — это подчиненность деятельности участника рынка ценных бумаг нормативным актам государства, других организаций (например, саморегулируемых организаций), международным соглашениям. К внешнему регулированию относится также общественное регулирование, то есть воздействие общества на участников рынка ценных бумаг с использованием механизма общественного мнения. Часто именно реакция широкой публики является причиной тех или иных регулирующих действий со стороны государства или саморегулируемых организаций.

Регулирование рынка ценных бумаг преследует достижение следующих целей:

- создание нормальных условий для функционирования рынка ценных бумаг, всех его участников; поддержание порядка на рынке ценных бумаг;
- защита участников рынка ценных бумаг от недобросовестных действий, мошенничества, преступлений со стороны отдельных лиц;
- обеспечение нормального ценообразования на рынке ценных бумаг на основе свободного формирования спроса и предложения финансовых инструментов;
- стимулирование развития рынка ценных бумаг как механизма перераспределения денежных ресурсов, его отдельных сегментов, создание новых сегментов рынка;

– использование рынка ценных бумаг для достижения специфических общественных целей (например, для повышения темпов роста экономического развития, разрешения кризиса неплатежей, снижения уровня безработицы и так далее).

Регулятивная инфраструктура – это одна из систем (наряду с информационной и депозитарно-клиринговой и регистраторской инфраструктурами рынка ценных бумаг), обеспечивающих нормальное функционирование рынка ценных бумаг. Она включает в себя следующие компоненты:

– регулятивные органы (государственные регулирующие органы и саморегулируемые организации);

– регулятивные функции и процедуры (законодательные, регистрирующие, лицензионные, аттестационные, контрольные, надзорные и так далее);

– правовую инфраструктуру (законодательную и нормативную базы функционирования рынка ценных бумаг);

– общепринятую этику фондового рынка;

– сложившиеся в данной сфере традиции и обычаи.

В некоторых странах традиции и обычаи играют очень заметную роль в регулировании фондового рынка. Примером может служить Великобритания, где традиции и иные неформальные способы регулирования, как, например, согласованный стиль поведения, договоренности, переговоры по разрешению сложных спорных ситуаций и пр. представляют собой один из методов регулирования рынка ценных бумаг. Можно привести пример влияния на рынок ценных бумаг и религиозных традиций. Так, например, в исламских странах религия не позволяет взимать проценты, в силу чего рынок долговых ценных бумаг там не может быть развит (появился даже такой термин – «исламские финансы»).

Государственное регулирование на рынке ценных бумаг можно разделить на прямое и косвенное регулирование.

Прямое (административное) государственное регулирование осуществляется посредством установления обязательных требований, предъявляемых к участникам рынка ценных бумаг, лицензирования профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, государственной регистрации самих ценных бумаг, путем обеспечения гласности и равной информированности участников рынка, поддержания правопорядка и так далее.

Косвенное (экономическое) государственное регулирование рынка ценных бумаг осуществляется такими методами, как, например, проведение определенной налоговой политики, денежной политики, по-

литики в области формирования и использования средств государственного бюджета, политики в области управления государственной собственностью и так далее.

Государство на рынке ценных бумаг выполняет следующие функции программы ее реализации:

1. Законодательная, то есть законодательное и нормативное обеспечение;

2. Идеологическое обеспечение, то есть разработка концепции развития рынка ценных бумаг и функционирования рынка ценных бумаг;

3. Административная, то есть прямое административное регулирование деятельности участников рынка;

4. Стимулирующая, то есть использование всех возможных инструментов воздействия на рынок ценных бумаг с целью его развития, создание эффективного механизма перераспределения денежных ресурсов в наиболее важные и значимые сектора экономики;

5. Надзорная и контрольная, то есть предотвращение нарушений со стороны различных участников рынка ценных бумаг;

6. Арбитражная, то есть разрешение споров между участниками рынка ценных бумаг через систему судебных органов;

Таким образом, можно сказать, что государство является одним из основных регуляторов рынка ценных бумаг.

Правовое регулирование рынка ценных бумаг

Гражданское право не является единственной отраслью права, определяющей нормы поведения на рынке ценных бумаг. Отдельные общественные отношения, складывающиеся в этой сфере, урегулированы административным правом. К ним, в частности, относятся компетенция и порядок принятия решений государственными органами, методы государственного регулирования рынка ценных бумаг. Важным для установления и сохранения правопорядка на рынке ценных бумаг являются меры административной ответственности в виде штрафов, предусмотренные законом «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг».

Не менее важное значение для правового регулирования рынка ценных бумаг имеет финансовое право в части налогообложения операций с ценными бумагами. Налоговые платежи составляют основу доходной части государственного бюджета. Одним из источников образования и уплаты налогов является деятельность на рынке ценных бумаг. Правовое регулирование общественных отношений в сфере

рынка ценных бумаг осуществляется также и уголовным правом. Нормы уголовного законодательства призваны защитить наиболее важные для государственных интересов общественные отношения и привлечь к уголовной ответственности лиц, допускающих нарушения закона.

Особую роль в правовом регулировании рынка ценных бумаг играют международные договоры и соглашения. К актам международного права в сфере рынка ценных бумаг относится, в частности, Женевская конвенция, устанавливающая единообразный закон о переводных и простых векселях.

Таким образом, совокупность нормативных актов, регулирующих рынок ценных бумаг, образует систему законодательства о ценных бумагах. В основе данной системы лежит Конституция и международные договоры. Дальнейшая система в зависимости от юридической силы нормативного акта представлена федеральными законами, нормативными актами Президента и Правительства и замыкается нормативными актами министерств и ведомств. К числу последних относятся постановления комиссии по рынку ценных бумаг, приказы Министерства финансов и Центрального Банка. Особое место занимают акты высших судебных органов (Верховного Суда и Высшего Арбитражного Суда).

Особенности правового регулирования ценных бумаг. На ранней стадии экономического развития общества объектом гражданских прав чаще всего выступали предметы материального мира: вещи, природные объекты, иное имущество, представляющее какую-либо потребительскую ценность. По мере развития и усложнения экономических отношений появилась потребность вовлечь в гражданский оборот также совокупность таких имущественных прав, как право на управление юридическим лицом, получение дохода или иной выгоды. Сформировался институт ценных бумаг.

Ценная бумага — это, прежде всего, особый способ удостоверения определенной совокупности имущественных прав. Обособление и закрепление таких прав в виде специального документа — ценной бумаги позволяет сделать их объектом купли-продажи, совершения иных сделок, осуществления прав по ценной бумаге.

Традиционно ценная бумага рассматривается как единство двух элементов: права на бумагу и права из бумаги. Первый элемент опосредует отношения по поводу фактического владения ценной бумагой. Право из бумаги представляет собой совокупность удостоверенных ею имущественных прав. Двудиную природу ценной бумаги можно продемонстрировать на примере акции. Право собственности акцио-

нера на акцию означает его право на ценную бумагу. Право из бумаги выражается в правомочии акционера принимать участие в управлении акционерным обществом, получать дивиденды, осуществлять иные права, предусмотренные законодательством или уставом акционерного общества. Право на бумагу и право из бумаги неразрывно связаны между собой. Владельцу ценной бумаги принадлежат права, удостоверенные ею (права из бумаги). Эти права переходят к новому лицу в полном объеме в случае передачи ему права на ценную бумагу. Так, отчуждая акцию, ее бывший владелец передает новому все права акционера в совокупности без исключений или ограничений.

Однако не любой документ является ценной бумагой. Для признания документа ценной бумагой он должен соответствовать целому ряду признаков. Одним из них является признак литерности, под которым понимается возможность требовать владельцем ценной бумаги осуществления только тех прав, которые прямо указаны в ценной бумаге. Так владелец векселя может требовать от векселедателя исключительно уплаты ему сумм, указанных в векселе.

Вторым признаком ценной бумаги принято выделять ее свойство презентации. Сущность этого признака заключается в том, что владелец ценной бумаги для исполнения прав по ней должен предъявить подлинник ценной бумаги обязанному лицу. В приведенном примере с векселем его владелец для получения денежных сумм обязан представить оригинал векселя векселедателя. Предъявление иных документов, хотя и подтверждающих наличие договорных отношений между лицами, является недостаточным для осуществления прав по ценной бумаге.

Следующий обязательный признак — публичная достоверность ценной бумаги. Владелец ценной бумаги, который в законном порядке приобрел ее, вправе требовать от обязанного лица исполнения прав, удостоверенных ценной бумагой. При этом такое право требования не зависит от правомерности приобретения ценной бумаги ее предыдущими владельцами. Иными словами владельцу ценной бумаги не может быть отказано в осуществлении его прав по причине того, что кто-то из его предшественников незаконно завладел ценной бумагой и передал право на нее последующим владельцам.

Более глубокое понимание природы ценных бумаг может дать их деление на виды. В основе классификации ценных бумаг принято выделять несколько признаков. Вот главные из них.

По форме ценные бумаги делятся на документарные и бездокументарные. *Документарные ценные бумаги* существуют в форме привычного нам письменного документа. Именно в таком виде ценные

бумаги впервые возникли в праве. Развитие современных технологий позволило отказаться от ценных бумаг в виде документов. *Бездокументарные ценные бумаги* не имеют реального вещественного носителя. Информация о ценных бумагах и их владельцах фиксируется в специальных реестрах, которые могут быть обычными (в виде записей в журналах) или компьютеризированными.

Бездокументарные ценные бумаги имеют ряд преимуществ, поскольку нет необходимости изготавливать сертификаты ценных бумаг, такие ценные бумаги сложнее похитить, невозможно потерять или утратить иным образом.

С точки зрения способа легитимации (обозначения) управомоченного лица ценные бумаги могут быть предъявительскими, именными и ордерными. По *предъявительской* ценной бумаге права могут быть осуществлены лицом, который является в данный момент ее держателем. Иначе говоря, управомоченным лицом является тот, кто фактически владеет ценной бумагой и предъявляет ее к исполнению прав. Для передачи прав по предъявительской ценной бумаге достаточно ее простого вручения новому владельцу. Предъявительскими ценными бумагами могут быть векселя, облигации, чеки. Упрощенный порядок удостоверения и передачи прав по предъявительской ценной бумаге делает их доступными и привлекательными для граждан и организаций.

В отличие от предъявительской права по *именной ценной бумаге* принадлежат прямо указанному в ней лицу. Для осуществления прав по именной ценной бумаге обязанное лицо должно удостовериться, что имя человека (наименование юридического лица) точно совпадает с тем, которое указано в ценной бумаге. Для передачи прав по такой ценной бумаге недостаточно ее простой передачи другому лицу. Необходимо выдать новый сертификат (бланк) ценной бумаги с указанием имени нового владельца.

Нередко имя владельца именной ценной бумаги фиксируется в специальных реестрах или в учетных записях депозитария. Порядок перехода прав на ценную бумагу в этом случае зависит от формы ценной бумаги.

Для документарной именной ценной бумаги необходима выдача нового сертификата и внесение изменений в реестре или в записях депозитария.

Для бездокументарной именной ценной бумаги достаточно только внести имя нового владельца в данные реестра или депозитария. Именными ценными бумагами могут быть акции, облигации и некоторые другие виды ценных бумаг.

Основное отличие *ордерных ценных бумаг* от остальных видов заключается в том, что права по такой ценной бумаге принадлежат обозначенному в ней лицу, которое вправе назначить своим распоряжением иное управомоченное лицо. Права по ордерной ценной бумаге передаются путем совершения на бланке этой самой ценной бумаги особой передаточной надписи. Как правило такая надпись делается на обороте бланка ценной бумаги и называется индоссаментом (от лат. *in dosso* — на спине). Наиболее распространенным примером ордерной ценной бумаги является *вексель*. Права по векселю прежний владелец передаст, указывая на обороте его бланка имя нового приобретателя.

Следующее основание деления ценных бумаг на виды — это содержание удостоверенных ими прав. Принято различать оборотные, товарораспорядительные и инвестиционные ценные бумаги.

Оборотные ценные бумаги, например, векселя и чеки, выражают право требования уплаты денежной суммы и обслуживают потребности товарного и денежного оборота в экономике.

Товарораспорядительные ценные бумаги закрепляют право их владельца на определенные вещи (складское свидетельство, коносамент).

Инвестиционные ценные бумаги предназначены для инвестирования в них денежных средств с целью получения дохода в виде дивидендов, процентов, прироста курсовой стоимости. Такими бумагами являются акции, облигации, государственные ценные бумаги, инвестиционные паи.

С точки зрения субъекта, который является обязанным лицом по ценной бумаге, принято выделять государственные и муниципальные ценные бумаги, а также ценные бумаги компаний (юридических лиц) и граждан. Так, государственные и муниципальные ценные бумаги могут выпускаться в форме облигаций, акционерные общества могут выпускать акции, облигации, векселя, граждане могут выписывать векселя, чеки, закладные.

Еще одним из видов деления ценных бумаг является деление в зависимости от процедуры их выпуска в обращение на *эмиссионные* и *неэмиссионные* ценные бумаги.

Индивидуальные ценные бумаги, которые опосредуют отношения между конкретными лицами, принято относить к неэмиссионным. Такими ценными бумагами являются, например, векселя, чеки, депозитные или сберегательные сертификаты. Ценные бумаги, которые выпускаются в обращение в массовом количестве, являются эмиссионными. Эмиссионными ценными бумагами, в частности, являются акции и облигации.

Субъекты рынка ценных бумаг — это лица, участвующие в отношениях, которые возникают по поводу сделок и иных операций с ценными бумагами. Ими могут быть физические лица (граждане) или юридические лица. Каждый субъект рынка ценных бумаг преследует свою цель или выполняет определенную роль.

Субъектов рынка ценных бумаг разделяют на следующие три категории или группы: эмитенты, инвесторы и профессиональные участники рынка ценных бумаг.

Эмитентами являются юридические лица, которые выпускают в обращение ценные бумаги и несут от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, удостоверенных этими ценными бумагами.

Инвесторами именуется физические или юридические лица, которые приобретают ценные бумаги. Инвесторами вправе быть и несовершеннолетние граждане. Однако для них закон предусматривает ряд ограничений. Так, несовершеннолетние от 14 до 18 лет вправе совершать сделки с ценными бумагами только с письменного согласия своих родителей, усыновителей или попечителей. Без их согласия несовершеннолетний вправе совершать сделки с ценными бумагами за счет распоряжения своими заработками, стипендиями или иными доходами. По достижении 18 лет граждане вправе совершать сделки с ценными бумагами по своему усмотрению. Юридические лица-инвесторы вправе совершать сделки с ценными бумагами, если иное не предусмотрено законами или их учредительными документами.

Задача профессиональных участников рынка ценных бумаг состоит в оказании услуг остальным субъектам этого рынка. Их деятельность может осуществляться только на основании специальной лицензии.

Саморегулирование и этика фондового рынка

Выше была кратко описана система государственного регулирования рынка ценных бумаг. Однако этим не исчерпываются современные формы регулирования и контроля за деятельностью в этой сфере.

Саморегулируемые организации являются добровольными объединениями профессиональных участников рынка ценных бумаг и осуществляют свою деятельность на основании лицензии ФКЦБ. Их задача заключается в обеспечении условий для осуществления про-

фессиональной деятельности участников рынка ценных бумаг, контроля за соблюдением правил осуществления такой деятельности, защите интересов клиентов профессиональных участников.

Этика фондового рынка. Рынок ценных бумаг — это прежде всего рынок доверия. Честность и открытость посредников и эмитентов, на которых базируется доверие инвесторов, — самые большие ценности на этом рынке. Необходимость поддержания государством этических норм была осознана после Великой депрессии в США: комментируя первый федеральный закон по ценным бумагам, президент Ф. Рузвельт отмечал, что этот закон является «первым шагом в программе по восстановлению старомодных принципов справедливости и честности». Ф. Рузвельт отметил также: «Для того чтобы страна процветала, необходимы инвестиции в предприятия, и те, кто привлекает деньги других людей, должны быть полностью честными в предоставлении информации, на основании которой принимаются инвестиционные решения. Иначе невозможно достичь экономического благополучия».

Одним из следующих шагов стало утверждение требований, в соответствии с которыми каждая инвестиционная компания обязана была разработать свой кодекс деловой этики.

Под этикой фондового рынка понимаются правила добросовестной деятельности. В международной практике такие правила разрабатываются и поддерживаются профессиональными участниками и их саморегулируемыми организациями.

В сфере социального регулирования мы имеем два основных регулятора поведения, формирующие добросовестность и дисциплину, — это мораль и право.

Нормы морали получают свое выражение, например, в общественном мнении, религиозных постулатах, произведениях искусства. Моральные нормы формируются в процессе утверждения и развития нравственных взглядов, идеалов добра, правды, справедливости. Внутренним гарантом морали является совесть — чувство нравственной ответственности за свое поведение перед людьми, обществом.

Право представляет собой институт подчинения поведения человека определенным правилам; это совокупность прав, установленных или санкционированных государством, зафиксированных в юридических актах. Существует фундаментальное деление права на *публичное*, отстаивающее общий интерес, и *частное*, отстаивающее частный интерес.

В сфере рынка ценных бумаг разрешение конфликтов и споров частного-правового характера осуществляется через постоянно действу-

ющие третейские суды, созданные при организациях фондового рынка. Однако третейский суд правомочен рассматривать спор при условии наличия обоюдного соглашения сторон на рассмотрение спора. Возложение на третейский суд полномочий по вынесению санкций публично-правового характера или пресечению конфликтного поведения профессиональных участников представляется неправомерным и непосильным бременем. Этим занимаются дисциплинарные комитеты саморегулируемых организаций профессиональных участников фондового рынка.

Согласно кодексам этики саморегулируемых организаций этические принципы профессиональной деятельности, которыми должны руководствоваться любой член СРО, являются:

- добросовестность;
- законность;
- приоритет интересов клиентов;
- профессионализм;
- независимость;
- информационная открытость.

Добросовестная деятельность на рынке ценных бумаг — профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг, основанная на общечеловеческих моральных и нравственных нормах, на понимании зна-

Инструменты социального регулирования на рынке ценных бумаг

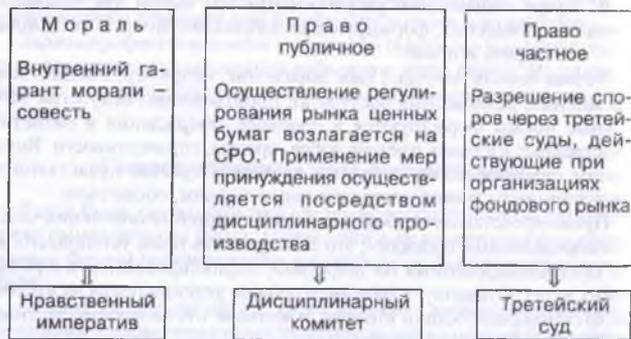


Рис. 1. Схема инструментов социального регулирования применительно к рынку ценных бумаг

мости общественных интересов, необходимости обеспечения порядка и справедливости.

Добросовестная работа с клиентами — выполнение профессиональным участником рынка ценных бумаг поручений клиентов наилучшим образом.

Отсутствие независимости профессионального участника рынка ценных бумаг ведет к возникновению конфликтов интересов данного участника и его клиента. В случае возникновения такого конфликта профессиональный участник обязан поставить об этом в известность клиента.

Конфликт интересов — отсутствие независимости профессионального участника рынка ценных бумаг в результате объективных и субъективных обстоятельств, таких как, например, финансовое участие профессионального участника фондового рынка в делах клиента.

В 1992 году Международная ассоциация фондовых бирж распространила повсеместно принятые принципы ведения бизнеса по ценным бумагам, основополагающими из которых являются:

- честность и справедливость;
- надлежащее исполнение профессиональных обязанностей;
- обеспечение высокой квалификации персонала фирм — профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- получение информации о клиентах;
- предоставление информации клиентам;
- регулирование конфликта интересов.

До начала XX века на фондовом рынке были в ходу различного рода манипуляции, которые в настоящее время признаны противозаконными и преследуются на всех фондовых биржах. К ним относятся манипулирование ценами, а именно:

- фиктивные продажи;
- сделки по договоренности;
- сделки корсрами;
- тайный сговор профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- использование «утечки информации» о ценных бумагах;
- пулы, или манипулирование ценами на коллективной основе.

Манипулирование ценами — это действия одного или группы участников фондового рынка, результатом которых является выведение курсовой стоимости фондового актива (в том числе расчетной цены дня) за рамки естественной для сложившихся условий рыночной цены по отношению к нормальной, адекватной текущим условиям ее величине.

Фиктивные сделки с ценными бумагами — это одновременная покупка и продажа ценных бумаг для создания видимости активности на рынке. В зависимости от целей лиц, которые осуществляют фиктивные сделки, цены на ценные бумаги могут как понизиться, так и повыситься.

Сделки с ценными бумагами по договоренности — совершение двумя контрагентами сделки по заранее оговоренной цене с целью изменить ситуацию на рынке в свою пользу.

Сделки корнеров — сделки с ценными бумагами, совершаемые группой торговцев, сконцентрировавших в своих руках большое количество ценных бумаг данного вида, что позволяет им диктовать свои цены.

Утечка информации о ценных бумагах — целенаправленное распространение привилегированной информации с целью стимулирования спроса или предложения на ценные бумаги. Кроме манипулирования ценами может осуществляться и манипулирование рынком ценных бумаг в целом.

Манипулирование рынком ценных бумаг в целом — воздействие на курсовую (расчетную) цену обращающихся на фондовом рынке активов за счет краткосрочного или долговременного проведения сделок большого объема.

Не считалось зазорным, также, и использование инсайдерской информации при совершении сделок, например, приглашение для участия в пулах директоров корпораций, которые являются инсайдерами, т.е. заключение инсайдерских сделок с ценными бумагами.

Инсайдерские сделки — действия участников торгов по купле-продаже ценных бумаг, проводимые с использованием привилегированной (т.е. не являющейся общедоступной) информации с целью получения прибыли.

В современной международной практике используются профессиональные этические нормы, обеспечивающие особые права для обманутых инвесторов. Под действия профессиональных участников, ведущих к защищаемым правам инвесторов, относятся следующие действия брокера:

- материальные уступки;
- неполная информация, предоставляемая клиенту;
- введение в заблуждение;
- отказ в раскрытии информации, необходимой клиенту для принятия решения;
- торговля на невыгодных для клиента условиях;
- инсайдерская торговля;

- манипулирование ценами;
- чрезмерная торговля
- неподобающая торговля;
- другие действия, приносящие клиенту убыток.

Под чрезмерной торговлей понимается торговля с излишней частотой проведения сделок с целью получения максимального комиссионного вознаграждения.

Термин «неподобающая торговля» используется в правилах американской саморегулируемой организации NASD. В соответствии с этими правилами рекомендации брокера должны соответствовать законодательству, финансовому положению клиента, уровню его искушенности, инвестиционным целям и допуску риска. Брокер не должен рекомендовать клиенту операции, противоречащие законодательству, и обязан отказаться от них, даже если инициатива их проведения первоначально принадлежала клиенту.

Если брокер допустил мошенничество и введение в заблуждение клиента, небрежность в выполнении обязательств или использовал неподобающие методы торговли, нарушил конфиденциальность или не соблюдал правила внутреннего контроля, против брокера, согласно международным стандартам, могут быть применены санкции. Под определение «мошенничество» профессионального участника рынка ценных бумаг подпадают, в частности, следующие действия:

- a) любое искажение информации с целью принуждения клиента к тем или иным инвестициям;
- b) «простое упущение», которое может привести к нежелательным для клиента последствиям;
- в) рекомендации по инвестированию без раскрытия рисков.

Краткие выводы

- Регулирование рынка ценных бумаг подразделяется на внешнее и внутреннее. Внешнее регулирование осуществляют органы государственной власти и саморегулируемые организации.
- Регулирование рынка ценных бумаг преследует ряд целей, основной из которых является создание нормальных условий для функционирования самого рынка и всех его добросовестных участников.
- Базовым принципом функционирования рынка ценных бумаг является доверие инвесторов к рынку, которое обеспечивается поддержанием честности и открытости со стороны участников рынка, недопущением ущемления прав инвесторов и участников рынка.
- В обеспечении доверия инвесторов к рынку ценных бумаг заинтересованы государство, эмитенты и профессиональные участники рынка.

- Обеспечение доверия инвесторов к рынку осуществляется посредством законодательных и этических норм.
- Добросовестная профессиональная деятельность базируется на добросовестном поведении. Добросовестное поведение основывается на общечеловеческих моральных и нравственных нормах, на осознании значимости общественных интересов, на понимании необходимости обеспечения правопорядка и справедливости.
- Добросовестное поведение участников рыночных операций регулируется судом совести и этическими нормами.
- Этические нормы на фондовом рынке принимаются и поддерживаются профессиональными участниками и их саморегулируемыми организациями, которые для применения мер принуждения осуществляют дисциплинарное производство.
- Основными этическими принципами на рынке ценных бумаг являются добросовестность; законность; приоритет интересов клиентов; профессионализм; независимость; информационная открытость.
- Основными нарушениями профессиональной этики являются манипулирование ценами, использование инсайдерской информации, предоставление вводящей в заблуждение или неполной информации, отказ в раскрытии общедоступной информации, чрезмерная торговля, небрежность при выполнении обязательств.

Тема 10. ИНФОРМАЦИОННАЯ ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Система информации на рынке ценных бумаг

В широком смысле под информацией понимается совокупность сведений об окружающем мире, мера устранения неопределенности. Информация в экономике, часто называемая «коммерческой информацией», представляет собой данные, необходимые для анализа положения дел на предприятии или любом другом хозяйствующем субъекте и принятия рациональных решений. Информация в рыночной экономике, базирующейся на конкуренции, помогает принимать рациональные и обоснованные решения, учитывающие требования рынка и возможности компании, любого хозяйствующего субъекта.

Особенно велика роль информации в пространстве рынка ценных бумаг. «Фондовый рынок живет ожиданиями» — эта фраза стала аксиомой. Рынок ценных бумаг живет ожиданиями развития макроэкономических тенденций, политических событий, ожиданиями, связанными с результатами деятельности отдельных компаний, с действиями конкретных персонажей политико-экономической системы. Особую роль играют слухи, так как они могут порождать ожидания и часто основываются на конфиденциальной информации.

Совокупность ожиданий всех участников фондового рынка формирует ценовые тенденции — *тренды*, долгосрочные и краткосрочные, которые продолжаются от десятилетий до минутных всплесков биржевых котировок. От точности прогноза, выбора определяющих ожиданий на период предполагаемого инвестирования, зависит результат — прибыль инвестора.

Различают общедоступную и недоступную широкой публике информацию (инсайдерскую информацию).

Виды информации на рынке ценных бумаг

Общедоступной информацией на рынке ценных бумаг признается информация, не требующая привилегий для доступа к ней и подлежащая раскрытию в соответствии с законодательными актами, принятыми в каждой стране с рыночной экономикой. К общедоступной информации относятся, прежде всего, проспекты эмиссии, годовые и

ежеквартальные отчеты компаний, сообщения о существенных событиях, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента. В международной практике в распоряжении компаний-эмитентов находятся также такие средства коммуникации, как ежегодные собрания акционеров, специальные брошюры с обзором фактов и статистикой деятельности компании, специальные брошюры-руководства для инвесторов с необходимой для принятия инвестиционных решений информацией, видеотчеты, специальные медиа-выпуски, специальные встречи и мероприятия.

Недоступная широкой публике информация — это *внутренняя (конфиденциальная, инсайдерская) информация*. Это может быть информация о состоянии дел компании, не получившая еще открытой огласки. Например, ответственные работники компании знают о том, что состоится поглощение их компании, или о том, что последний отчет о доходах будет значительно отличаться от ранее сообщавшейся информации. В соответствии с законодательством многих стран лицо, имеющее доступ к закрытой информации (инсайдер) не имеет права осуществлять торговые операции на ее основе. Обычно инсайдерами обозначают директоров, ответственных работников, а также других служащих компании, которые в силу своего служебного положения могут иметь доступ к информации, являющейся конфиденциальной (внутренней, закрытой) и способной принести им выгоду. С юридической точки зрения это определение расширено за счет включения родственников и иных лиц, которые могут получить прибыль от использования внутренней информации о компании.

Внутренняя (инсайдерская) информация не может быть получена в результате анализа опубликованной информации, она известна только инсайдерам и может повлечь за собой изменение цен на ценные бумаги компании, если станет всеобщим достоянием.

В целом информацию для инвесторов можно сгруппировать таким образом, чтобы каждый из ее видов относился к одной из важных сторон процесса инвестирования.

Экономическая и общеполитическая информация характеризует общий фон, а также предоставляет фактический материал для прогнозирования тенденций в экономике, политике и социальной сфере в масштабах страны и всего мира. Такая информация нужна всем инвесторам, так как она лежит в основе оценки самой среды, в которой принимаются решения.

Информация о состоянии отрасли или компании характеризует фактическую картину и прогнозные данные о развитии отрасли или компании. Она используется инвесторами для оценки хода дел в от-

расли или в компании. Поскольку эта категория информации относится к компании, постольку она наиболее ценна, прежде всего, при вложении капитала в акции, облигации и опционы. Эта информация, наравне с общеэкономической, используется специалистами для проведения фундаментального анализа, для оценки инвестиционной (внутренней) стоимости акций.

Информация о различных финансовых инструментах обеспечивает данные для прогнозирования поведения других (кроме акций, облигаций и опционов) ценных бумаг (например, инвестиционных паев), а также различных вложений в реальные активы.

Информация о ценах содержит текущие котировки цен на различные финансовые инструменты, курсы ценных бумаг, а также статистические данные о динамике цен на данные инструменты за последнее время.

Информация о стратегиях индивидуальных вложений состоит из рекомендаций по поводу вариантов инвестиционной стратегии или по поводу отдельных операций с финансовыми инструментами. Эта информация уже носит аналитический характер.

Чтение финансовой информации, умение интерпретировать ее, находить необходимые показатели для обоснованных оценок и принятия инвестиционных решений является одним из основных навыков инвестора.

Важным ориентиром для инвесторов являются *кредитные рейтинги*. Их главная цель заключается в предоставлении информации инвесторам, вкладывающим капитал в долговые ценные бумаги (облигации, государственные ценные бумаги, векселя, депозитные и сберегательные сертификаты, а также в привилегированные акции, поскольку эмитент несет по ним фиксированные обязательства по выплате дивидендов). Кредитные рейтинги способствуют увеличению прозрачности рынка и повышению его эффективности. Кредитный рейтинг — это заключение независимого рейтингового агентства о кредитоспособности субъекта хозяйственной деятельности (им может быть государство, государственное учреждение, финансовая организация или промышленная компания). Рейтинг характеризует возможность того, что инвесторы полностью и в указанный срок получат процентные платежи на вложенный капитал, а также основную сумму долга.

В основу рейтинга положена шкала качественных оценок типа «высшее качество», «хорошее качество», «выше среднего уровня качества» и т. д. Каждая рейтинговая категория отражает уровень возможности задержки платежей (см. таблицу). Рейтинги устанавлива-

ются специализированными агентствами, наиболее известными из которых являются Moody's Investors Service (США), Standard & Poor's (США), Fitch IBCA (США-Великобритания), Duff & Phelps (США).

Таблица 10.1

Шкала кредитных рейтингов долгосрочных облигаций

Обозначение кредитного рейтинга, используемое рейтинговыми агентствами				Характеристика ценных бумаг, имеющих данный уровень кредитного рейтинга
Moody's	S&P	Fitch IBCA	D&P	
Aaa	AAA	AAA	AAA	Лучшие кредитные рейтинги: максимальная защита инвестиций, минимальный риск инвестора. Возможности эмитента по выплате долга и процентов чрезвычайно велики.
Aa	AA	AA	AA	Очень хорошие кредитные рейтинги: возможности эмитента по выплате долга и процентов оцениваются как очень высокие. Вместе с AAA входят в высшую группу.
A	A	A	A	Хорошие кредитные рейтинги: ценные бумаги имеют надежность выше средней, привлекательны, но подвержены определенному влиянию, приводящему к риску в долгосрочной перспективе.
Baa	BBB	BBB	BBB	Средние кредитные рейтинги: на текущий момент инвестиции адекватно защищены, но может не хватать некоторых защитных элементов или они недостаточно надежны в долгосрочной перспективе.
Ba	BB	BB	BB	Кредитные рейтинги ниже среднего: средняя степень защищенности инвестиций, уже есть спекулятивные элементы, будущее не может быть гарантировано. В данный момент обязательства эмитента погашаемые, но допускаются возможность задержки выплаты процентов и основной суммы долга.

B	B	B	B	Ценные бумаги имеют низкое инвестиционное качество: слабая защищенность в долгосрочной перспективе, уже не могут рассматриваться как привлекательные для инвестиций. Изначально уязвимые, хотя принципиально погашаемые.
Saa	CCC	CCC	CCC	Высокий риск, нестабильность. На текущий момент уже есть опасность непогашения или невыплаты процентов, т.е. существует большая неопределенность относительно того, будут ли платежи произведены вовремя, или лишь благоприятное стечение обстоятельств позволит выплатить долг вовремя.
Ca	CC	CC		Очень высокая вероятность неплатежей. Долг, второстепенный по отношению к CCC.
C	C	C		Самая слабая защищенность, возможен отказ от платежей.
	D	DDD DD D	DD	Полная неплатежеспособность, задолженность, сомнительная стоимость. Хотя есть основания полагать, что долги будут выплачены до конца льготного периода.

Инвесторы могут строить свою инвестиционную политику на использовании кредитных рейтингов, ограничивая суммы вложений в долговые обязательства с рейтингом ниже определенного уровня или даже вообще отказываясь от инвестиций в ценные бумаги с рейтингом ниже определенного уровня.

От уровня рейтинга зависит ставка процента, по которой эмитент сможет получить дополнительные средства на рынке ценных бумаг. Кредитные рейтинги широко признаны на практике.

Теперь обратимся к показателям, характеризующим рынок ценных бумаг в целом или отдельные его сегменты.

В текущем и перспективном анализе состояния рынка ценных бумаг широко используется ряд характеристик, отражающих содержание происходящих на нем изменений. Показатели (индикаторы) рынка ценных бумаг рассчитываются по видам ценных бумаг (акции, облигации, опционы и т.д.) в определенные сроки: ежедневно, ежемесячно, ежеквартально, по полугодиям, ежегодно. Исходя из степени обобщения исследуемой информации, показатели рынка ценных бумаг можно классифицировать так:

- интегральные (усредненные), характеризующие состояние исследуемого рынка одним обобщенным показателем (например, индекс по акциям промышленных компаний);

- частные (локальные), дополняющие интегральный показатель характеристик отдельных элементов или параметров этого рынка (например, изменение курса акций отдельных промышленных компаний или дивидендная отдача акций этих компаний).

В качестве интегральных показателей используют индексы. Фондовые индексы по составу изучаемых объектов можно подразделять на *интернациональные, национальные, секторные и отраслевые*.

Интернациональные интегральные индексы характеризуют состояние рынка вне национальных границ и могут охватывать как весь мировой рынок акций, так и его географические сектора. Например, известен индекс MSCI (Morgan Stanley Capital International) и его мировой индекс (The World Index), а также индексы по географическим секторам: Северная Америка («North America»), Европа («Europe 13»), Дальний Восток («Far East») и т. п. Индексы MSCI рассчитываются и в рамках национальных рынков акций, которые характеризуют динамику рынка определенного государства — Австралии, Австрии и т. д.

Секторные интегральные индексы характеризуют состояние внутринационального рынка. Например, индекс Нью-Йоркской фондовой биржи (NYSE Composite) характеризует движение акций всех компаний, котируемых на бирже; индекс Американской фондовой биржи (AMEX Composite) описывает те же процессы, происходящие с акциями компаний, внесенных в листинг данной биржи.

Отраслевые интегральные индексы являются органичной составной частью секторного индекса и характеризуют динамику акций

группы компаний, принадлежащих, например, промышленной, транспортной или финансовой отрасли.

Таким образом, индексы рынка ценных бумаг (фондовые индексы) — это индексы цен акций, обращающихся на рынке. Фондовый индекс — показатель, рассчитываемый по какому-либо представительному набору обращающихся на рынке акций с целью оценки уровня и общего направления движения их курсовой стоимости.

Фондовые индексы исчисляются по разным методикам, в частности, как средние или средневзвешенные арифметические или геометрические значения цен набора акций, представляющих отрасль промышленности, сектор или рынок в целом.

Для интегральной оценки состояния фондового рынка специалисты пользуются фондовыми индексами более ста лет. Для профессиональных участников рынка ценных бумаг фондовый индекс означает примерно то же, что температура пациента для врача: рабочий день начинается с просмотра графиков динамики индексов, что позволяет быстро оценить общую ситуацию на рынке. В США регулярно публикуются данные по 20 индексам, в Европе — по 25, в Японии — по 3. К числу наиболее распространенных фондовых индексов относятся:

- в США: индексы Доу Джонса (Dow Jones Averages, DJA); индексы «Стэндрд энд Пу» (Standard and Poor's Indexes); составной индекс курсов обыкновенных акций Нью-Йоркской фондовой биржи (New York Stock Exchange Common Stock Index, NYSE Index); индекс системы автоматической котировки Национальной ассоциации биржевых дилеров (National Organization of Securities Dealers Automated Quotation system index, NASDAQ Index) и др.;

- в Великобритании: индексы курсов акций газеты «Файнэншл таймс» (Financial Times Share Indexes, FT Share Indexes);

- в Германии: индексы группы DAX (Deutscher Aktien-dex);

- в Японии: индекс Никкей — индекс курсов ведущих акций, операции с которыми проводятся на Токийской фондовой бирже; публикуется в газете «Нихон Кэйзай Симбун» (Nihon Keizai Shimbun);

- в России: РТС-индекс — индекс «Российской торговой системы», где проходят торги корпоративными ценными бумагами; индекс газеты «Коммерсант-Daily»; индексы акционерного общества «АК&М»; индексы агентств «Интерфакс» (сводный), «Скейт-Пресс» (ASP-General) и др.

Рассмотрим для примера семейство индексов «Стэндрд энд Пу». Компания «Standard & Poor's Corporation» (S&P) публикует около 100 фондовых индексов, охватывающих различные отрасли промышленности. Наиболее известны семь индексов S&P, публикуемых в

ежедневных финансовых газетах по следующим наборам акций: 400 промышленных предприятий, 40 коммунальных компаний, 40 финансовых компаний, 20 транспортных компаний и составной индекс S&P 500 (включает все перечисленные наборы акций и является наиболее популярным), а также S&P 400 и S&P 100.

Таблица 10.2

Наиболее известные фондовые индексы и их расчетная база

Название индекса	Страна	Количество акций	Виды акций
Индекс промышленных компаний Доу Джонса (Dow Jones Industrial Average, DJIA)	США	30	Акции ведущих промышленных корпораций
Составной индекс Доу Джонса (Dow Jones Composite)	США	65	Акции ведущих промышленных корпораций (30), транспортных компаний (20) и коммунальных компаний (15)
Составной индекс С тэндрэд энд Пул (Standard & Poor's 500 Index, S&P 500)			Акции промышленных компаний (400), коммунальных предприятий (40), финансовых компаний (40), транспортных компаний (20)
Индекс Файнэншл Таймс (Financial Times Stock Exchange 100 Share Index, FT-SE 100)	Великобритания	100	Списочные акции ведущих компаний, представляющих почти две трети общей капитализации рынка
Индекс фондовой биржи Торонто (Toronto Stock Exchange Index, TSE 100)	Канада	100	Наиболее ликвидные акции
Индекс Никкей (Nikkei Index)	Япония	225	Акции ведущих компании, операции с которыми проводятся на Токийской фондовой бирже

Фондовые индексы также называют биржевыми индексами, поскольку они рассчитываются по биржевым ценам. В обобщенной форме роль фондовых (биржевых) индексов может быть сведена к трем функциям: диагностической, индикативной и спекулятивной.

Под *диагностической функцией* понимается способность системы индексов характеризовать состояние и динамику развития как национальной экономики в целом, так и ее отдельных составляющих.

Выполнение индексами *индикативной функции* предполагает, что наличие объективной оценки ценовой ситуации на фондовом рынке дает точку отсчета для поведения инвесторов.

Спекулятивная функция фондовых индексов проявляется в том, что в биржевой игре активно используются производные финансовые инструменты, в основе которых лежат индексы (фьючерсы на индексы и т. д.). Фондовые индексы способны мгновенно реагировать на изменение широкого круга явлений экономического, политического и социального характера. Совместные действия этих факторов делают движение индексов практически непредсказуемым, особенно на коротких временных отрезках, что используют спекулянты в стремлении получить повышенный доход и сознательно принимающие на себя повышенный риск.

Основные информационные ресурсы

В ходе принятия инвестиционных решений используются различные источники информации. В круг наиболее распространенных источников экономической и общеполитической информации входят специализированные финансовые газеты и журналы, газеты общего характера, информационно-аналитические бюллетени информационных агентств и фондовых бирж, информационные вестники банков и финансовых компаний.

Выделим наиболее распространенные услуги на рынке финансовой информации:

- предоставление оперативной информации по финансовым рынкам, в том числе рынкам ценных бумаг;
- аналитические исследования на финансовых, в том числе фондовых рынках;
- финансовые консультации начинающим компаниям;
- анализ портфелей ценных бумаг;
- рейтинговые экспертизы ценных бумаг и публичных компаний.

Основой работы на рынках ценных бумаг является наличие доступа в режиме реального времени (on-line) к данным по различным

финансовым инструментам (цены, котировки, ставки и т. д.), которых в целом по всему миру насчитывается несколько тысяч, а также к деловым, экономическим и политическим новостям, влияющим на текущую конъюнктуру. Сегодня в мире действуют более 50 информационных агентств — телекоммуникационных служб финансовой информации, наиболее известными из которых являются агентства Рейтер (Reuters) и Блумберг (Bloomberg), концерн Доу Джонс (Dow Jones), компания СиКуджи Интернешнл (CQG International), Тенфор (Tenfore), Найт-райдер файнэншл (Knight-riddler Financial), Ай-СиВи (ICV) и ряд других, причем первые пять из них работают и на территории СНГ.

Основными клиентами телекоммуникационных служб финансовой информации являются коммерческие банки, брокерские и дилерские компании, крупные производственные компании, пенсионные фонды, страховые компании, информационные агентства, некоторые государственные структуры и др.

Основным продуктом служб финансовой информации соответствующих агентств является информационный поток. В общем виде он состоит из набора «информационных страниц» и включает два основных компонента:

— текущие котировки финансовых инструментов (цены на долговые обязательства, депозитные сертификаты, акции, облигации, векселя и другие ценные бумаги), поступающие в режиме реального времени и формируемые на основе сети контрибуторов — поставщиков финансовой информации (биржи, банки, брокерские компании, альтернативные информационные службы и т. п.);

— блока финансово-экономических, деловых, политических и светских новостей, комментариев и аналитических материалов (в основном в телексной, голосовой и телевизионной форме), получаемых от собственной корреспондентской сети либо приобретаемых у независимых информационных агентств на договорной основе.

Контрибутор — это либо участник финансового рынка, раскрывающий и поставляющий информацию о проводимых им или с его участием операциях на финансовом рынке (банки, биржи, профессиональные участники рынка ценных бумаг, эмитенты, инвесторы, предприятия), либо участник рынка информационных услуг, поставляющий собранную им информацию (информационные агентства). В совокупности контрибуторы представляют собой контрибуторскую сеть.

Сформированный в результате фильтрации всех данных, поступивших в единый центр службы финансовой информации, информационный поток кодируется и передается потребителям по спутнико-

вым либо выделенным каналам. Теперь обратимся к конкретным поставителям информационного бизнеса. «Патриархом» рынка информации по праву считается агентство Рейтер (Reuters), которое занимает традиционно прочные позиции в Европе и Америке. Предоставляемые им услуги достаточно дороги и являются эталоном качества: говорят, что «есть новости Рейтер и есть — все другие».

Корпорация Доу Джонс (Dow Jones) — крупнейший поставщик финансовой информации, она контролирует более 60 % мирового рынка информационных услуг, имеет американские корни, сохраняя там ведущие позиции, а также лучшую контрибуторскую сеть.

Корпорация Доу Джонс известна своими изданиями «Уолл Стрит Джорнел» (The Wall Street Journal) и «Бэронс» (Barrons), она владеет несколькими телевизионными каналами. Для формирования блока новостей она использует корреспондентскую сеть «Ассошиэйтед пресс» (Associated Press), сотрудничает с «Франс пресс» (France Press), «Киото ньюс» (Kyoto News), VWD и другими ведущими агентствами.

Информационное агентство Блумберг (Bloomberg). — молодая и мобильная американская компания. Как и другие службы финансовой информации освещает все ключевые аспекты мирового финансового и фондового рынков, предоставляя, в том числе, всевозможную статистику по рынкам акций, валюты, залоговых ценных бумаг, индексам, рынкам муниципальных, корпоративных, правительственных облигаций, еврооблигаций, облигаций внешнего государственного долга и т. д., но делает это более подробно, что определяет основной круг пользователей. Ими являются корпорации-эмитенты, посреднические финансовые учреждения и институциональные инвесторы в лице менеджеров по инвестициям и управлению средствами и активами. Ведущие позиции компании обеспечила ее прогрессивная технология: открытые базы данных, содержащие большой объем информации (вплоть до информации по каждому эмитенту, включая текущее финансовое состояние и историю), в сочетании с качеством и оперативностью доставки сообщений.

В последнее время наблюдается тенденция к сближению позиций передовых служб финансовой информации в части выработки единых стандартов и предоставления конкурирующим фирмам данных о внутренней структуре информационного потока с целью обеспечения его приема на их аппаратуре, а также повсеместный переход от жесткого экранно-ориентированного формата потока данных (информационные страницы в виде телетекста, первоначально рассчитанные на визуальное восприятие) к более гибкой, записе-ориентированной структуре информации, позволяющей создавать в реальном времени син-

тетические информационные окна, формировать собственные базы данных и осуществлять доступ к удаленным архивам.

Развитие информационных потоков через сеть Интернет. Интернет представляет собой гигантское хранилище информации, это непрерывно изменяющийся гигантский текст, состоящий из множества частей с дополняющими эти тексты графиками.

Сеть Интернет создана в конце 60-х годов в рамках проекта Advanced Research Project Agency Network (ARPANET) как глобальная, расширяемая компьютерная сеть, в которую в 70-е годы включились американские университеты, в 80-е годы — академические институты, а в 90-е — отдельные лица и организации. В настоящее время наиболее популярной частью сети Интернет является так называемая всемирная информационная паутина — World Wide Web, в которой и собрано подавляющее большинство информации и сервисных услуг. Электронные документы хранятся в виде гипертекста, т. е. каждый из них может содержать динамические ссылки на взаимосвязанную информацию. Переход по ссылкам осуществляется автоматически. Собственно, гипертекст и стал источником метафоры «информационная паутина».

Информацию, доступ к которой в сети Интернет может получить инвестор, можно разделить на следующие группы:

— данные политического и макроэкономического характера, позволяющие оценивать состояние национальной экономики в целом и развитие ее отдельных сфер;

— информация о текущих новостях рынка: котировки, итоги торгов и т.п.;

— анализ финансово-экономического положения конкретных компаний — эмитентов ценных бумаг.

Спектр оказываемых ими услуг примерно одинаков: это текущие новости, информация по ценам различных инструментов финансового рынка (акции, облигации, векселя, кредитные ставки, валютные курсы), аналитические обзоры различных сегментов рынка, обзоры состояния национальной экономики и мировых финансов. Но есть также индивидуальные особенности, присущие каждому из них. Что касается организации предоставления данных и формы подачи, наши агентства пока сильно уступают зарубежным службам финансовой информации, где инвестору предоставлена возможность искать нужную ему информацию в четко структурированной системе максимально сжатой и эффективно обработанной информации.

Еще одним полезным ресурсом сети CNNfn является возможность просмотра расписания предстоящих важных событий, которые

могут оказать существенное влияние на рынок. Такими событиями могут быть, например, заявления резервной системы о повышении (снижении) процентных ставок, доклад правительства об уровне безработицы (производства, потребления и т. п.), публикации компаниями результатов деятельности за конкретный период и т. д. Эти события не останутся незамеченными инвесторами и вызовут определенные колебания рынка.

В заключение дадим краткую характеристику и приведем еще несколько электронных адресов-ресурсов, специализированных для целей инвесторов.

Asia, Inc. Online (www.asia-mc.com) — обеспечивает круговой обзор азиатских рынков, включая ежедневный рыночный комментарий, еженедельные сообщения о первоначальном размещении ценных бумаг, рекомендации по покупке-продаже китайских и гонконгских акций.

DBC Online (www.dbc.com) — обеспечивает рыночную информацию для индивидуальных инвесторов, включая котировки, графики, персональный портфель, рыночный комментарий, рыночные слухи и многое другое.

Financial Data Finder-Ohio State University Finance Department (www.cob.ohio-state.edu/dcpl/fin/osudata.htm) — отличный указатель финансовой и экономической информации, доступной по сети. Содержит в том числе архив загружаемых данных по биржам и различным отчетным формам, представляемых публичными компаниями за несколько лет.

Краткие выводы

- Обеспеченность инвестора своевременной и полной информацией является важнейшим условием выработки успешной инвестиционной стратегии и тактики, формирования качественного аналитического прогноза, выбора объекта инвестирования, а также момента покупки и продажи конкретной ценной бумаги.
- В целом информация для инвесторов группируется таким образом, что каждая из видов относится к одной из важных сторон процесса инвестирования: экономическая и общеполитическая информация; информация о состоянии отрасли или компании; информация о различных финансовых инструментах; информация о ценах; информация о стратегиях индивидуальных вложений.
- Информация и советы для инвесторов могут иметь описательный и аналитический характер. Описательная информация содержит фактические сведения о состоянии экономики, рынка или данного финансового инструмента в прошлом. Аналитическая информация содержит текущие сведения, а также подразумевает оценку перспектив и рекомендации о возможностях вложения капитала.

• Важное преимущество информации для инвесторов состоит в том, что она дает им базу для оценки ожидаемого уровня риска и доходности возможных вложений. Более точные ориентиры риска и доходности позволяют выбрать те финансовые инструменты, характеристики которых согласуются с целями инвестора.

• Еще один плюс информации для инвестора состоит в том, что она может обезопасить инвестора от нежелательных последствий неправильной интерпретации фактов, предлагаемой эмитентом или профессиональным участником ценной бумаги. В этой связи инвестор использует различные информационные продукты, в том числе кредитные рейтинги.

• Среди информационно-аналитических продуктов выделяют показатели, характеризующие деятельность отдельного эмитента ценных бумаг, и показатели, характеризующие рынок ценных бумаг в целом или отдельные его сегменты. К первым относятся коэффициенты, позволяющие сравнивать результаты деятельности отдельных хозяйствующих субъектов, а также кредитные рейтинги. Ко вторым — фондовые индексы.

• Среди источников информации, необходимой для принятия инвестиционных решений, особую практическую ценность представляют фирменные справочники, публикации компаний (годовые отчеты, проекты, монографии, каталоги, рекламные издания), материалы специализированных информационных (рейтинговых) агентств, материалы периодической печати, информационные сайты в сети Интернет.

• К основным поставщикам финансовой информации относятся:

- а) компании, специализирующиеся на сборе, хранении и предоставлении информации по конкретным предприятиям, корпорациям, фирмам и т.п.,
- б) информационные агентства;
- в) издательские дома, деятельность которых связана с развитием комплекса информационно-аналитических продуктов, охватывающих различные составляющие инфраструктуры рынка ценных бумаг.

Основой работы на рынках ценных бумаг является наличие доступа в режиме реального времени к данным по различным финансовым инструментам, а также деловым, экономическим и политическим новостям, влияющим на текущую конъюнктуру.

Понятие производных финансовых инструментов

В экономической литературе среди прочих классификаций ценных бумаг можно встретить деление ценных бумаг на два класса — основные и производные ценные бумаги. В предыдущих главах мы уже познакомились с основными, «классическими» ценными бумагами — акциями, облигациями, векселями, и т. д. Сейчас нам предстоит узнать, что такое производные ценные бумаги. Как мы уже выяснили, инвестор, располагающий суммой средств, достаточной для приобретения определенного количества ценных бумаг, может купить на рынке эти ценные бумаги с целью долгосрочного владения ими и получения доходов в виде процентов или дивидендов, или с целью последующей перепродажи этих ценных бумаг по более выгодному курсу.

Однако, будущий курс ценных бумаг может меняться и в худшую для инвестора сторону. В этом случае *кассовая сделка* — сделка, по которой одна из сторон предоставляет ценные бумаги, а вторая — платит за них, может оказаться не выгодной для инвестора. Альтернативной формой сделки является *срочная сделка*, в которой одна сторона обязуется поставить в будущем ценные бумаги, а другая сторона — заплатить за них зафиксированную в заключаемом соглашении цену. Такая сделка позволяет инвестору страховать, или, говоря биржевым языком, *хеджировать* свои риски, связанные с изменением цен на основные ценные бумаги, изменением валютных курсов, процентной ставки, и т. д. Наиболее распространенной формой срочных сделок являются сделки с производными финансовыми инструментами.

К производным финансовым инструментам относятся: *фьючерс*, *опцион*, *своп*. Они представляют собой срочные контракты, в основе которых лежат финансовые активы — валюта, процентная ставка, традиционные ценные бумаги. К производным финансовым инструментам некоторые авторы относят и депозитарные свидетельства (расписки), подписные права, варранты, конвертируемые облигации. О них речь пойдет ниже. Сразу оговоримся, что это особый класс ценных бумаг, которым присущи не все свойства производных. Для обозначения этих ценных бумаг будем использовать термин «вторичные ценные бумаги».

Характеризуя производные финансовые инструменты, необходимо отметить присущие им свойства:

- производные инструменты имеют срочный характер;
- цены производных инструментов основываются на ценах базисных активов.

Производные финансовые инструменты имеют ограниченный период существования — от нескольких минут до нескольких лет.

Операции с производными финансовыми инструментами позволяют получать прибыль при минимальных инвестиционных вложениях.

Срочный характер производных инструментов означает то, что исполнение обязательства контрагентов произойдет в определенный момент в будущем, через определенный срок.

Базисные активы — это те активы (валюта, акции, облигации и т. д.), которые должны быть приняты или поставлены в будущем в соответствии со срочным контрактом.

Фьючерс — срочный биржевой контракт, одна сторона которого обязуется купить, а другая — продать определенное количество базисного актива в установленный срок в будущем по фиксированной цене.

Опцион — контракт, покупатель которого приобретает право купить или продать актив по фиксированной цене в течение определенного срока, а продавец — обязуется по требованию контрагента за денежную премию обеспечить реализацию этого права.

Своп — соглашение между двумя контрагентами об обмене в будущем платежами или иными активами в соответствии с определенными в контракте условиями.

История возникновения производных финансовых инструментов уходит далеко в прошлое. В 1605 г. на бирже г. Амстердама (Голландия) уже осуществлялась торговля срочными контрактами на продовольственные товары (зерно, скот и т. д.) на Нью-Йоркской продовольственной бирже. В 1848 г. была основана крупнейшая в мире биржа срочных контрактов — Чикагская торговая палата — Chicago Board of Trade (CBOT). На этой бирже, начиная с 1865 г., стали применяться обезличенные контракты. В 1972 г. на Чикагской торговой бирже — Chicago Mercantile Exchange (CME) впервые было начато оформление контрактов по валютным курсам, характерной особенностью которых явилась стандартизация количества, качества и сроков поставки. В 1975 г. началось заключение контрактов по ставкам процента в Чикагской торговой палате. В 1982 г. на ряде американских бирж были введены фьючерсы на фондовые индексы, в 1982–83 гг. — опционы на фьючерсные контракты.

В 1982 г. была открыта Международная Лондонская биржа финансовых фьючерсных сделок (The London International Financial Futures Exchange — LIFFE), а в конце 1990 г. — немецкая биржа срочных контрактов во Франкфурте (die Deutsche Terminal Borse — DTB). Из существующих ныне бирж, обеспечивающих торговлю производными инструментами, отметим также Токийскую, Сингапурскую, Сиднейскую, Парижскую, Швейцарскую биржи. В настоящее время на многих финансовых биржевых рынках объемы торговых операций с производными финансовыми инструментами заметно превышают оборот по обычным операциям на наличный товар.

В настоящее время рынок производных финансовых инструментов является одним из наиболее динамично развивающихся сегментов мирового финансового рынка.

Производные ценные бумаги являются по сравнению с основными ценными бумагами более гибкими инструментами, поскольку позволяют участникам рынка более эффективно реагировать на происходящие перемены. Поэтому уже появились производные инструменты второго поколения: опционы на свопы, опционы на фьючерсы и т. п. А в системе экономических знаний определилось новое направление — финансовая инженерия, представляющая собой конструирование финансовых инструментов и финансовых технологий для управления портфелем ценных бумаг. Суть финансового инжиниринга (или иначе — финансовой инженерии) состоит в создании новых финансовых продуктов и услуг, которые используются финансовыми институтами для перераспределения денежных ресурсов, рисков, ликвидности, доходов и информации в соответствии с финансовыми потребностями клиентов и изменениями в макро- и микроэкономической ситуации.

Одно из наиболее удачных определений финансовой инженерии дал Дж. Финнерти: «Финансовая инженерия включает в себя проектирование, разработку и реализацию инновационных финансовых инструментов и процессов, а также творческий поиск новых подходов к решению проблем в области финансов».

В качестве примера возникновения нового продукта можно упомянуть создание в 1927 г. банком «Морган Гарант» в США принципиально нового инструмента, позволяющего зарубежным инвесторам приобретать на внутреннем рынке акции иностранных эмитентов — американские депозитарные свидетельства (ADR — American Depositary Receipts). Позднее появилась другая разновидность данных инструментов — глобальные депозитарные свидетельства (GDR Global Depositary Receipts). Разница между ними состоит в том, что если

ADR размещаются на рынках США, то GDR могут продаваться и вне Соединенных Штатов.

Таким образом, депозитарные свидетельства — это свободно обращающиеся сертификаты, заменяющие акции зарубежных эмитентов, находящиеся в доверительном управлении зарубежных отделений банков.

Еще одна разновидность продуктов финансового инжиниринга — *стрипы* — Separate Trading of Registered Interest & Principal of Securities. Эти финансовые инструменты образуются в результате *стриппинга* — процесса отделения непогашенных купонов от номинала облигации. В результате стриппинга, произведенного депозитарием, одну купонную облигацию можно обратить в две или несколько бескупонных облигаций, одна из которых будет представлять собственно облигацию, а остальные — купоны.

Конвертируемая ценная бумага — это ценная бумага с бесплатной возможностью ее замены на заранее определенное количество обыкновенных акций того же эмитента. Коэффициент конверсии — это количество обыкновенных акций, на которое может быть обменена одна конвертируемая ценная бумага.

Конверсионный курс представляет собой объявленную стоимость обыкновенной акции, по которой она будет предоставлена инвестору на момент обмена.

Конверсионная стоимость — это показатель расчетной стоимости, по которой могли бы проводиться операции купли-продажи конвертируемой ценной бумаги, если бы их оценивали по стоимости обыкновенных акций, на которые они обмениваются. Превышение текущего курса конвертируемой ценной бумаги над ее конверсионной стоимостью называется *конверсионной премией*.

Необходимо упомянуть еще две разновидности ценных бумаг, которые также являются относительно молодыми финансовыми инструментами, и существование которых невозможно без наличия базовых эмиссионных бумаг.

Подписные права — это ценные бумаги, дающие право на покупку в течение короткого срока определенной доли нового выпуска обыкновенных акций того же эмитента по заранее оговоренному курсу.

Бесплатное получение подписного права дает каждому акционеру возможность сохранить свою долю в уставном капитале компании. Курс новой акции обозначается в «праве» и называется курсом исполнения. Курс исполнения всегда устанавливается на более низком уровне, чем текущий рыночный курс акций.

Варрант — это ценная бумага, дающая его держателю право купить акцию у компании по курсу, обозначенному в самом варранте.

В отличие от подписных прав, варрант является долгосрочной ценной бумагой, срок обращения которой доходит до 5, 10, иногда 20 лет. Некоторые варранты вообще не имеют срока погашения.

Курс исполнения варранта — это объявленный курс, по которому владелец варранта может приобрести лежащую в его основе акцию.

Так как варранты обладают относительно низкой стоимостью, им свойственна неустойчивость курсов и способность обеспечивать высокую норму доходности.

Вложение средств в подписные права и варранты позволяет использовать так называемый «эффект рычага» — возможность приобретения определенной доли в акционерном капитале компании при относительно небольших затратах капитала.

Как уже упоминалось выше, депозитарные расписки, подписные права и варранты, конвертируемые облигации, которые мы назвали «вторичными ценными бумагами», можно лишь условно отнести к производным финансовым инструментам, поскольку их возникновение и использование, а также ценообразование непосредственно связано с обращением основных ценных бумаг. При этом инициатором возникновения и эмитентом этих ценных бумаг выступает как правило эмитент основных ценных бумаг (в случае с «классическими» производными ценными бумагами эмитентом является расчетная палата биржи). Кроме того, если выпуск производной ценной бумаги осуществляется с целью хеджирования торговых позиций участников рынка, то выпуск «вторичных» ценных бумаг позволяет либо поощрять существующих или будущих владельцев основных ценных бумаг (в случае с конвертируемыми облигациями, подписными правами, варрантами), либо выводить основные ценные бумаги на новые финансовые рынки (депозитарные свидетельства).

Виды сделок, контрактов и соглашений посредством производных финансовых инструментов (фьючерсы, опционы, свопы)

Итак, мы рассмотрели понятие «производные финансовые инструменты», узнали, что представляет собой финансовая инженерия. А сейчас более подробно рассмотрим основные виды производных финансовых инструментов.

Фьючерсы. Фьючерсный контракт представляет собой обязательство купить или продать определенное количество товара по согласованной цене в определенную дату в будущем. Фьючерсные контракты — это стандартизованные биржевые контракты. Фьючерсные контракты впервые стали использоваться в 40-х годах XIX века на

крупнейшей товарной бирже — в Чикагской торговой палате. Базисным активом первых фьючерсных контрактов было зерно. Бурный рост фьючерсных контрактов на биржевые товары начался в 50–60-е годы XX века вследствие сильных колебаний цен на сырьевые товары и началом международной экономической интеграции.

Повышение процентных ставок и усиление неустойчивости валютных курсов в 1970-х годах способствовали развитию рынка финансовых инструментов, которые можно было бы использовать с целью уменьшения валютных рисков. В 1972 г. на Чикагской товарной бирже появился первый фьючерсный контракт на валюту, затем — на казначейские векселя и процентные ставки, а в 1982 г. — на биржевые индексы. Пробразом фьючерсных контрактов послужили форвардные контракты.

Форвардный контракт — это контракт между двумя контрагентами о будущей поставке базисного актива на согласованных условиях. Форвардные контракты — индивидуальны, они не обращаются на биржах. При наличии общих черт у этих двух видов контрактов есть ряд существенных отличий.

Таблица 11.1

Отличительные черты фьючерсных контрактов

Характеристика контракта	Фьючерсный контракт	Форвардный контракт
1. Где заключается и обращается контракт	Является биржевым договором, разрабатываемым и обращающимся на конкретной бирже.	Заключаются на внебиржевом рынке двумя контрагентами. контракт является необращаемым инструментом.
2. Каковы условия контракта	Контракт стандартизован по количеству базисного актива, лежащего в его основе, месту и срокам поставки (типичные сроки поставки — март, июнь, сентябрь, декабрь), срокам и форме расчетов, применяемым штрафным санкциям, и т.д. Единственным не стандартизованным параметром является цена базисного актива.	Контракт не стандартизован. Все условия контракта оговариваются участниками сделки.
3. Какой базисный актив лежит в основе контракта	Круг базисных активов ограничен правилами ведения фьючерсных торгов конкретной биржи.	Определен сторонами сделки.

3. Есть ли гарантии исполнения контракта	Исполнение контракта, полнота и своевременность расчетов по фьючерсному контракту гарантируются биржей. Расчетная палата предъявляет ряд требований к участникам. При открытии позиции инвестор обязан внести на счет брокерской фирмы первоначальную маржу — денежную сумму в качестве залога, минимальный размер которой устанавливается расчетной палатой. Расчетная палата устанавливает также нижний уровень маржи, ниже которого никогда не должна уменьшаться сумма на счете клиента. Расчетная палата в конце каждого торгового дня производит перерасчет позиций инвесторов, переводя сумму выигрыша со счета проигравшей стороны на счет выигравшей стороны. Эта сумма называется вариационной (переменной) маржей.	Исполнение контракта гарантируется лишь репутацией и платежеспособностью контрагентов сделки.
4. Цель заключения контракта	Заключение контрактов производится главным образом не для купли-продажи базисного актива, а с целью получения прибыли от разницы в ценах.	Заключение контрактов производится главным образом не для купли-продажи базисного актива, а с целью получения прибыли от разницы в ценах.
5. Могут ли быть ликвидированы обязательства по контракту	Каждая из сторон сделки может в любой момент до истечения срока контракта ликвидировать свои обязательства по нему путем заключения сделки, противоположной ранее сделанной, иначе говоря, офсетной сделки.	Ликвидация контракта возможна лишь при согласии обоих участников сделки.

Отражением ожиданий инвесторов относительно будущей цены базисного актива является фьючерсная цена.

Фьючерсная цена — это цена, которая фиксируется при заключении фьючерсного контракта. При заключении контракта фьючерсная цена может быть выше или ниже цены базисного актива в текущий момент (цены спот). Ситуация, при которой фьючерсная цена выше цены спот, называется *контанго*. Ситуация, при которой фьючерсная цена ниже цены спот, называется *бэквордэйшн*.

В зависимости от вида базисного актива, выделяют следующие виды фьючерсных контрактов.

Фьючерсный товарный контракт — это контракт на принятие или поставку товара определенного количества и качества по зафиксированной в нем цене на установленную дату. В качестве базисного товара могут выступать зерно, нефть, драгоценные металлы, продовольственные товары, и т. д.

Фьючерсный финансовый контракт — это контракт, представляющий собой соглашение, обязывающее купить или продать определенный финансовый инструмент в определенный срок по зафиксированной в нем цене.

В зависимости от вида базисного актива, который лежит в основе финансового фьючерса, выделяют три основных вида фьючерсов:

— **процентные фьючерсы** — это контракты, основанные на долговых ценных бумагах. На американском рынке самыми распространенными процентными фьючерсами являются фьючерсы на векселя Казначейства США, 30-дневные процентные ставки, 90-дневные евродолларовые депозитные сертификаты, средне- и долгосрочные облигации Казначейства США.

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

$$\text{Ц б.п.} = \text{БП} \cdot \frac{\text{Ск}}{12} \cdot \text{Нк},$$

где

Ц б.п. — стоимостная оценка базового пункта;

БП — базовый пункт (тик) = 0,0001;

Ск — стандартный срок исполнения контракта (в месяцах);

Нк — стандартный номинал контракта.

Цена на фьючерс, базис которого составляет долгосрочная процентная ставка, определяется по правилу: 100 — величина процента, сложившегося на рынке наличных сделок. Масштабом цен в этом случае является не 0,01 %, а 1/32 от каждых 100 единиц номинала, и формула расчета имеет следующий вид:

$$\text{Ц б.п.} = 1/32 \cdot 0,01 \cdot \text{Нк}.$$

Валютные фьючерсы — это фьючерсные контракты, базисом которых является иностранная валюта. Валютные фьючерсы приобрета-

ются на основе валютного курса. Цена фьючерсного контракта выражается в количестве долларов на единицу валюты. Цена базового пункта определяется следующим образом:

$$\text{Ц б.п.} = \text{Сз} \cdot \text{Нк},$$

где

Ц б.п. — стоимость базового пункта (тика) в долларах США на единицу национальной валюты;

Сз — стандартное значение базового пункта, установленное биржей в долларах на единицу валюты;

Нк — стандартный номинал контракта.

Фьючерсы на фондовые индексы — это фьючерсные контракты, основанные на показателях всесторонней оценки фондового рынка, подобных индексу «Standart & Poog's 500».

Наиболее часто используемые в США в качестве основы для фьючерсов индексы — индекс «Standart & Poog's 500», составной индекс Нью-Йоркской фондовой биржи, составной индекс «Value Line».

Стороны, заключающие фьючерсный контракт, строго говоря, не являются «покупателями» и «продавцами», поскольку каждая из них берет на себя твердое обязательство принять один актив (например, акции) и поставить другой актив (например, деньги). Однако по традиции сложилась такая терминология на рынке фьючерсов. О стороне, которая обязуется поставить базисный актив, говорят, что она «продала фьючерс» или заняла «короткую позицию». О стороне, которая обязуется принять базисный актив, говорят, что она «купила фьючерс», или заняла «длинную позицию».

Опцион. Инвестор, уверенный в том, что его прогнозы относительно будущих цен на некоторый актив, сбудутся, имеет возможность заключить фьючерсный контракт. Но это делает его позицию достаточно рискованной, поскольку, если его прогноз будет неверным, инвестор не сможет отказаться от выполнения сделки. Ограничить свой финансовый риск инвестор может с помощью использования опционной сделки.

Первые упоминания об использовании опционов в Англии относятся к 1694 г. Одни из первых опционов появились еще в XVII веке в Голландии: это были опционы на тюльпаны. В настоящее время на развитых фондовых рынках опционные контракты заключаются на различные товары, валюту, ценные бумаги (включая и производные), фондовые индексы. Резкий рост опционных рынков начался после 1973 г. В настоящее время существуют как биржевые опционы, так и опционы, обращающиеся на внебиржевом рынке.

Опцион — ценная бумага, представляющая собой контракт, покупатель которого приобретает право купить или продать актив по фиксированной цене в течение определенного срока, либо отказаться от сделки, а продавец обязуется по требованию контрагента за денежную премию обеспечить реализацию этого права. Опцион как экономическое явление представляет собой оформляемое договором право купить, продать (или отказаться от сделки) на протяжении договорного срока и по фиксированной договорной цене определенный объем базисного актива, либо получить определенный доход от финансово-базисного вложения или денежного займа.

Цена, по которой исполняется опцион, называется ценой исполнения, или «страйковой» ценой (ценой страйк).

В заключении опционной сделки участвуют две стороны — покупатель и продавец опциона.

Покупатель опциона (держатель опциона) — сторона договора, приобретающая право на покупку или продажу базисного актива, либо на отказ от сделки.

Продавец опциона (надписатель опциона) — сторона договора, обязавшая поставить или принять предмет сделки по требованию покупателя.

При покупке опциона покупатель выплачивает продавцу премию. Опционная премия — это цена приобретения опциона. Премия состоит из двух компонентов — внутренней стоимости и временной стоимости.

Внутренняя стоимость — это разность между текущим курсом актива и ценой исполнения опциона.

Временная (внешняя) стоимость — это разность между суммой премии и внутренней стоимостью опциона.

Для расчетов теоретической стоимости опционов применяются достаточно сложные математические формулы. Наиболее часто используемой формулой для оценки стоимости опциона «колл» (без учета налоговых выплат и транзакционных издержек) является формула Блэка-Шоулза:

$$C = S \cdot N(d1) - E \cdot e^{-rT} N(d2)$$

$$\text{при } d1 = \left[\ln(S/E) + (r + 0,5 \sigma^2) \right] / \sigma T$$

$$d2 = d1 - \sigma \sqrt{T}$$

где

$N(d)$ — кумулятивное стандартное нормальное распределение

C — действительная стоимость европейского опциона «колл»;
 S — текущая рыночная цена базисного актива;
 E — цена исполнения опциона;
 r — ставка процента, свободная от риска;
 T — время до срока исполнения контракта, в долях в расчете на год;
 e — основание натурального логарифма;
 σ , σ^2 — стандартное отклонение и дисперсия биржевого кассового курса.

Существуют различные виды опционов. С точки зрения сроков исполнения опционы подразделяются на два типа: американские и европейские.

Американский опцион — это опцион, при котором держатель опциона может реализовать свое право в любое время в пределах опционного срока.

Европейский опцион — это опцион, при котором реализация заложенного в нем права возможна только при наступлении указанного в опционе срока исполнения обязательств.

В зависимости от того, какие права приобретает покупатель опциона, выделяют два вида опционов — опцион на покупку и опцион на продажу.

Опцион на покупку — опцион колл (call) — опцион, который предоставляет покупателю опциона право купить оговоренный в контракте актив в установленные сроки у продавца опциона по цене исполнения или отказаться от этой покупки.

Опцион на продажу — опцион пут (put) — опцион, который предоставляет покупателю опциона право продать оговоренный в контракте актив в установленные сроки продавцу опциона по цене исполнения или отказаться от его продажи.

Поскольку цена на базисный актив на наличном рынке постоянно колеблется, соотношение цены спот и цены исполнения опциона может быть разным. В связи с этим выделяют три категории опционов:

— *опцион с выигрышем* (опцион «в деньгах») — опцион, который в случае его немедленного исполнения принесет инвестору прибыль;

— *опцион без выигрыша* (опцион «при деньгах») — опцион, который при немедленном исполнении не окажет ни позитивного, ни негативного воздействия на финансовое состояние инвестора;

— *опцион с проигрышем* (опцион «без денег») — опцион, который в случае его немедленного исполнения приведет инвестора к финансовым потерям.

Опционы исполняются, если на момент исполнения они являются опционами с выигрышем. Опционы позволяют инвесторам использовать различные торговые стратегии. Простейшими из них являются так называемые синтетические стратегии: сочетание купли/продажи опционов с покупей/продажей базисных активов, например, акций. Такие стратегии позволяют инвесторам страховать свои позиции от высокого риска.

Существуют и более сложные стратегии, которые формируются за счет одновременной продажи и/или покупки нескольких опционов. К ним относятся комбинации и спреды.

Комбинация — это портфель опционов различного вида на один и тот же актив с одним и тем же сроком исполнения с одинаковыми или различными ценами исполнения. Приведем некоторые примеры комбинаций.

Стрэддл (стеллажная сделка) — комбинация опционов колл и пут на один и тот же базисный актив с одинаковой ценой исполнения и сроком истечения контрактов. Покупатель имеет право или купить, или продать по установленной цене в определенный момент в будущем базисный актив, но не то и другое одновременно. Такая комбинация используется тогда, когда ожидаются значительные изменения цены базисного актива в будущем, однако точно невозможно определить, в каком направлении оно произойдет. Продавец же стеллажа рассчитывает на то, что колебания курса будут небольшие.

Стрэнгл — сочетание опционов «пут» и «колл» на один и тот же базисный актив с одинаковым сроком истечения контрактов, но с разными ценами исполнения. Такая комбинация способна в большей степени привлечь продавца опционов, так как открывает возможности получить прибыль при более широком диапазоне колебаний курса акций.

Стрэн — комбинация из одного опциона пут и двух опционов колл с одинаковыми сроками истечения контрактов, ценами исполнения при этом могут быть как одинаковыми, так и разными. Покупатель опционов прибегает к такой комбинации, если полагает, что наиболее вероятно повышение курса базисного актива.

Стрип — это комбинация из одного опциона колл и двух опционов пут с одинаковыми сроками истечения контрактов и одинаковыми или разными ценами исполнения контрактов. Стрип приобретает в том случае, когда есть основания полагать, что наиболее вероятно понижение курса базисного актива.

Спрэд — это портфель опционов одного и того же вида на один и тот же актив, но с разными ценами исполнения и/или датами истече-

ния, причем по одним из них инвестор выступает в качестве продавца (написателя), а по другим — в качестве покупателя — держателя опциона.

Кроме разнообразных торговых стратегий, основанных на использовании опционов, существуют также производные финансовые инструменты, включающие в себя черты опционов. К ним можно отнести такие инструменты как кэп, фло и коллар.

Кэп (cap — «шапка») — соглашение о предоставлении займа с плавающей процентной ставкой, но с гарантией, что она никогда не превысит некоторый определенный уровень. Использование этого инструмента позволяет заемщику ограничить риск по своим обязательствам.

Фло (floor — «пол») — соглашение о предоставлении займа с плавающей процентной ставкой, но с условием, что она никогда не опустится ниже некоторого уровня. В этом случае кредитор ограничивает свой риск от падения процентной ставки.

Коллар (collar — «ошейник») — комбинация из двух процентных опционов — кэпа и фло. Эта комбинация защищает инвестора от больших колебаний процентных ставок, поскольку устанавливает верхнюю и нижнюю границы изменения процентной ставки.

Своп. Свопом называют соглашение между двумя сторонами о проведении в будущем обмена платежами в соответствии с определенными в контракте условиями. Потоки денежных средств при этом, как правило, привязаны к стоимости долгового инструмента или же к стоимости иностранной валюты. Таким образом, основные виды свопов — это процентные и валютные свопы.

Момент зарождения рынка свопов — конец 70-х годов XX века, когда трейдеры, занимающиеся операциями с валютой, открыли и стали использовать валютные свопы как средство обойти методы регулирования британского правительства, применявшиеся в отношении иностранной валюты. Пробразом свопов были так называемые параллельные, или компенсационные займы, бывшие популярными в конце 1960-х — начале 70-х годов как средство зарубежного финансового инвестирования в условиях валютных ограничений. Первый процентный своп имел место в 1981 г. в соглашении, заключенном компанией IBM и Всемирным банком. Существует, по меньшей мере, две причины популярности сделок своп среди инвесторов. Во-первых, свопы позволяют инвесторам снизить возникающие в процессе заключения коммерческих сделок процентные и валютные риски. Во-вторых, некоторые фирмы могут обладать некоторыми преимуществами при получении конкретных видов финансирования.

Валютный своп представляет собой обмен номинала и фиксированного процента в одной валюте на номинал и фиксированный процент в другой валюте. Валютный своп включает в себя три разных вида денежных потоков: на начальной стадии стороны обмениваются денежной наличностью;

стороны осуществляют периодические процентные выплаты друг другу на протяжении всего срока соглашения о свопе;

по окончании срока действия свопа стороны вновь обмениваются основной суммой.

Процентный своп представляет собой соглашение между сторонами о взаимных периодических платежах, определяемых на основе оговоренных процентных ставок и взаимно согласованной контрактной суммы. Как правило, процентный своп состоит в обмене долгового обязательства с фиксированной процентной ставкой на обязательство с плавающей ставкой. Стороны при этом обмениваются только процентными платежами, а не номиналами. При этом срок соглашения обычно колеблется от 2 до 15 лет.

В качестве плавающей ставки в свопах чаще всего используется ставка ЛИБОР (LIBOR – London Interbank Offered Rate).

Например, компания А и компания Б заключают между собой следующее соглашение. Основная сумма по свопу – 1 млн долларов. Срок действия соглашения – 2 года. Компания обязуется выплачивать процентные платежи 2 раза в год по твердой ставке 5 % годовых, а компания Б – платежи по плавающей ставке, например, по ставке LIBOR. Окончательный финансовый результат операции будет известен только после ее завершения. Кроме процентного и валютного, существуют и другие виды свопов.

Своп активов – он состоит в обмене активами с целью создания синтетического актива, который бы принес более высокий доход.

Товарный своп – состоит в обмене фиксированных платежей на плавающие платежи, величина которых привязана к цене какого-либо товара (например, золота, нефти, и др.).

Своп-опцион – производный от свопа финансовый инструмент, имеющий некоторые черты опциона. Покупатель своп-опциона приобретает право вступить в своп в определенный момент (или через временные периоды) и на твердо фиксированных условиях.

Ранние своповые сделки в виде общего правила заключались на индивидуальных условиях сторон – непосредственных участников, и посредники в виде банков, принимающих на себя кредитный риск, в этих договорах отсутствовали. Постепенно стала усиливаться стандартизация по срокам и условиям сделок, усилилась и конкуренция на

этом рынке. Появились трехсторонние свопы, в которых участвует банк-посредник, через который и осуществляются платежи. Такой посредник принимает на себя кредитный риск.

Краткие выводы

- Производные финансовые инструменты – это инструменты, которые имеют две базовые характеристики – срочность и производность.
- Срочность означает, что исполнение обязательства произойдет в определенный момент в будущем. Производность означает, что в основе производного инструмента лежит некоторый базисный актив (валюта, акции, облигации и т.п.) и цена производного инструмента формируется на основе цены базисного актива.
- Рынок производных финансовых инструментов является наиболее динамично развивающимся сегментом финансового рынка. Основными производными финансовыми инструментами являются фьючерсные и форвардные контракты, опционы, свопы, а также депозитарные свидетельства и конвертируемые облигации. В зависимости от целей инвестора производные финансовые инструменты позволяют страховать риски и получать повышенную прибыль при относительно небольших финансовых вложениях.

ОГЛАВЛЕНИЕ

Глава 1. Понятие об основах рынка ценных бумаг	
Возникновение рынка ценных бумаг.....	3
Развитие фондового рынка в XIX–XX веках.....	9
Понятие, сущность и структура рынка ценных бумаг.....	14
Классификация рынка ценных бумаг.....	19
Финансовые риски, связанные с ценными бумагами.....	22
Глава 2. Виды ценных бумаг:	
Акции.....	27
Облигации.....	33
Государственные и муниципальные ценные бумаги.....	36
Векселя.....	37
Ордерные и товарораспорядительные ценные бумаги.....	39
Депозитные и сберегательные сертификаты.....	41
Коносамит.....	41
Простое складское и двойное складское свидетельства.....	42
Инвестиционный пай.....	43
Глава 3. Участники рынка ценных бумаг	
Эмитенты.....	44
Инвесторы.....	44
Брокеры.....	45
Дилеры.....	46
Управляющие.....	46
Клиринговые организации.....	47
Депозитарии.....	48
Глава 4. Фондовая биржа	
Условия и система работы фондовой биржи.....	54
Основные функции фондовой биржи.....	57
Американская фондовая биржа.....	59
Финансовый рынок в Узбекистане.....	61
Глава 5. Эмиссия ценных бумаг	
Конструирование выпуска ценных бумаг.....	69
Порядок эмиссии ценных бумаг.....	71
Порядок размещения ценных бумаг.....	74

Глава 6. Андеррайтинг ценных бумаг	
Понятие андеррайтинга.....	77
Функции и обязанности андеррайтера.....	78
Эмиссионный андеррайтинговый синдикат.....	79
Андеррайтинговый договор.....	80
Глава 7. Инвестирование в ценные бумаги	
Понятие и виды инвестиций.....	81
Индивидуальные, корпоративные и институциональные инвесторы.....	82
Портфель ценных бумаг.....	84
Роль инвестиций в экономике.....	85
Защита прав инвесторов.....	88
Глава 8. Инвестиционные фонды	
Цели создания и механизм деятельности инвестиционных фондов.....	90
Роль инвестиционных фондов в национальной экономике.....	92
Фундаментальный и технический анализ при выборе ценных бумаг.....	95
Глава 9. Регулятивная инфраструктура рынка ценных бумаг	
Система регулирования рынка ценных бумаг.....	99
Правовое регулирование рынка ценных бумаг.....	101
Субъекты рынка ценных бумаг.....	106
Саморегулирование и этика фондового рынка.....	106
Глава 10. Информационная инфраструктура рынка ценных бумаг	
Система информации на рынке ценных бумаг.....	113
Виды информации на рынке ценных бумаг.....	113
Фондовые индексы как интегральные показатели состояния рынка ценных бумаг.....	118
Основные информационные ресурсы.....	121
Глава 11. Основы рынка производных финансовых инструментов	
Понятие производных финансовых инструментов.....	127
Виды сделок, контрактов и соглашений посредством производных финансовых инструментов (фьючерсы, опционы, свопы).....	131

12800 С

Нурутдинов Сайфутдин Зайнутдинович
Хамидова Фарида Абдулкаримовна
Мардонов Шерзод Рустамович

**ОСНОВЫ РЫНКА
ЦЕННЫХ БУМАГ**

*Учебное пособие для студентов
высших учебных заведений*

Редактор Георгий Хубларов

Художественный редактор Яшарбек Рахимов

Технический редактор Елена Толочко

Оператор Феруза Раззакова

Лицензия АІ № 163. Подписано в печать 06.08.2012. Формат 65×84¹/₁₆.
Гарнитура Таймс. Печать офсетная. Усл. п.л. 8,37. Уч.-изд. л. Тираж
200 экз. Договор № 51—2012. Заказ № Т-18.

Оригинал-макет подготовлен в издательско-полиграфическом творческом
доме имени Чудлана Агентства по печати и информации Республики
Узбекистан. 100129, г. Ташкент, ул. Навои, 30.

Отпечатано в типографии ООО «ТАФАККУР-ВО‘СТОНИ». 10060, г. Таш-
кент, улица Чилонзор, 1.