



ДОНСКОЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ТЕХНИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ
УПРАВЛЕНИЕ ДИСТАНЦИОННОГО ОБУЧЕНИЯ И ПОВЫШЕНИЯ
КВАЛИФИКАЦИИ

Кафедра «Финансы и кредит»

КУРС ЛЕКЦИЙ

по дисциплине

«Рынок ценных бумаг»

Автор
Шамкина Е.В.

Ростов-на-Дону, 2014





Аннотация

Методические указания предназначены для студентов специальности 080100 очной, заочной формы обучения.

Автор

Доцент, к.э.н. Шамкина Е.В.





Оглавление

Тема 1. Становление и развитие рынка ценных бумаг как альтернативного источника финансирования экономики .4	
Тема 2. Рынок ценных бумаг Российской Федерации и основные проблемы его развития9	
Понятие рынка ценных бумаг 9	
Виды рынка ценных бумаг15	
Тема 3. Структура и участники рынка ценных бумаг20	
Составные части рынка ценных бумаг20	
Понятие и состав участников рынка ценных бумаг22	
Тема 4. Система регулирования рынка ценных бумаг27	
Государственное регулирование рынка ценных бумаг ...30	
Саморегулируемые организации на рынке ценных бумаг34	
Тема 5. Экономическая сущность и основные характеристики ценных бумаг43	
Тема 6. Производные финансовые инструменты59	
Тема 7. Первичный рынок ценных бумаг и его характеристика.....63	
Содержание эмиссии ценных бумаг63	
Порядок эмиссии ценных бумаг67	
Сущность и виды андеррайтинга на рынке ценных бумаг75	
Тема 9 .Особенности функционирования фондовой биржи80	
Тема 10. Организационно- экономические аспекты биржевой торговли95	
Тема 11. Внебиржевая торговля ценными бумагами..... 114	
Тема 12. Фундаментальный анализ РЦБ 119	



ТЕМА 1. СТАНОВЛЕНИЕ И РАЗВИТИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ КАК АЛЬТЕРНАТИВНОГО ИСТОЧНИКА ФИНАНСИРОВАНИЯ ЭКОНОМИКИ

Условия для формирования и развития рынка ценных бумаг в России созрели медленно. Зарождение акционерных обществ можно связать с предложением Нобеля в 1698 г. устроить компанию, в которую мог вступить всякий «партикулярный» человек (т.е. частное лицо) путем покупки «порций» или «акциев». Первым более или менее разработанным проектом акционерного общества в России можно считать проект Лоренца Ланга, шведского инженера, поступившего на службу к Петру I. Это был проект компании для торговли с Китаем. К сожалению, никто из купцов не откликнулся на призыв правительства внести деньги в Китайскую компанию. Первая действительно функционирующая акционерная компания в России была учреждена 24 февраля 1757 г. в Константинополе – это была Российская торговая компания. Учредители назывались «фундаторами», доли участия – акциями.

Капитал компании представлял совершенно определенную величину и состоял из 200 акций по 500 руб. каждая. Проект компании был признан указом Правительствующего Сената, компании была дана печать с гербом, а директорам предоставлено право носить шпаги.

В России важнейший принцип, на котором основывается акционерная компания – принцип ограниченной ответственности акционеров по делам компании лишь стоимостью принадлежащих им акций, был провозглашен примерно на полвека раньше, чем этот принцип окончательно победил в Западной Европе, в 1782 году указом Александра I Сенату. Вопрос об учреждении акционерных компаний в то время разрешался Комитетом министров и санкционировался царем.

К 1 января 1807 года, когда был издан манифест, явившийся юридической основой учреждения акционерных компаний, в России действовало 5 таких компаний, но и в дальнейшем, вплоть до 1830 года их было немного. Интересно, что среди них было и такое: в 1809 г. открыло действие Акционерное общество театрального дела в Ревеле. Среди учредителей и акционеров компаний были не только предприниматели, но и крупные чиновники, военные, представители аристократии. Среди акционеров Крымской винной компании были князя Юсуповы, графы Воронцовы,



Строгановы, Кочубей и др.; граф Бенкендорф был в числе учредителей по меньшей мере 4 акционерных обществ.

Первый российский внутренний государственный облигационный заем был размещен в 1810 г. И хотя он не оправдал надежд устроителей (отпечатали облигаций на 100 млн. рублей, а продали на 3,286 млн.), в течение последующих 50 лет именно государственные облигации господствовали на российском фондовом рынке, т.к. акций и облигаций акционерных компаний в то время было все-таки еще очень небольшое количество.

К середине 19 века ситуация изменилась: интерес к акционерным компаниям сильно возрос, выпуски акций не поспевали за спросом. Это привело к значительному росту цен на акции, к развитию торговли ими, биржевой игры. Обещания «высоких прибылей» не знали границ, в результате корпоративные ценные бумаги потеснили на рынке государственные. В этой ситуации правительство должно было либо повысить проценты по облигациям, что очень дорого бы обошлось государству, либо предложить какую-то новую ценную бумагу. Таковая появилась на основании указа Александра II 13 ноября 1864 г. (рис. 5) Полное название новой бумаги – билет внутреннего пятипроцентного с выигрышами займа, номинал – 100 рублей при объеме в 100 млн. рублей, срок обращения – 60 лет (до 2 января 1925 г.)



Рисунок 5. Образец облигации внутреннего выигрышного займа 1864 г.



Условиями эмиссии предусматривалось досрочное погашение отдельных серий, определяемых таким образом: картонные карточки с указанием этих серий вслепую извлекались из вращающегося барабана в присутствии членов Государственного банка и депутатов от всех сословий. Эти ценные бумаги стали «гибридом» облигаций и лотерейных билетов. Неудивительно, что после первого тиража, который состоялся 1 июля 1865 г., новые ценные бумаги затмили и корпоративные, и ранее выпущенные государственные. Их курс диктовала не столько возможность получения фиксированного дохода, сколько вероятность денежного выигрыша, повышавшаяся по мере погашения отдельных серий. Если облигации первого выпуска были распроданы по 98,5 руб., то второго – уже по 107 руб.

Однако в середине 1869 г. перегретый рынок рухнул: курс выигрышных билетов резко упал. Интересно, что советское и современное российское правительство продолжили выпуск таких облигаций-лотерейных билетов. Билеты последнего из них – займа 1992 г. – будут обращаться до 2002 г. Кстати говоря, по ним наше государство, в отличие, скажем, от ГКО, никогда не прекращало выплаты.

Биржа в России появилось в начале 18 в. К этому времени, как было сказано выше, во многих городах Европы уже существовали биржи. Петр I, конечно, не мог оставить в стороне европейскую новинку, и в 1703 г., начав обустривать северную столицу, учредил первую русскую биржу в целях объединения российского купечества. Первоначально биржа располагалась на Троицкой площади, недалеко от Петропавловской крепости, здесь же были корабельные причалы и купеческие склады. Ценных бумаг в те времена практически не было, поэтому и биржа была товарная.

Санкт-Петербургская биржа оставалась единственной в России на протяжении почти целого столетия. Деятельность ее регламентировалась не столько законами, сколько торговыми обычаями. Вторая биржа в России появилась через 93 года, в 1796 г, в Одессе, третья – уже в Варшаве в 1816 г. В Москве биржа открылась только в 1839 г., рядом с Гостиным двором. В России в то время не было специализированных фондовых бирж, сделки с ценными бумагами осуществлялись на товарных биржах в соответствии с правилами биржевой торговли товарами. Официально были разрешены только сделки за наличные. Торговля акциями на срок могла вестись лишь нелегально – либо вне бирж, либо на бирже, но в замаскированном виде. И в том, и в другом случае



срочные сделки не охранялись законом и были чрезвычайно рискованными.

Срочные сделки, т. е. сделки, исполнение которых осуществлялось в некоторый момент в будущем, были разрешены только в законе 1893 г. В этом же законе министру финансов было предоставлено право увольнять биржевых маклеров с должности в случае обнаружения злоупотреблений.

Ведущей биржей была Петербургская биржа. На ней в 1888 и 1892 г.г. котировались акции соответственно 24 и 32 акционерных обществ и облигаций 5 компаний.

После биржевой реформы 1900 г. был создан фондовый отдел Санкт-Петербургской биржи, подчиненный Министерству финансов. К 1 января 1913 года общее количество допущенных к котировке на Петербургской бирже бумаг составляло 618.

Московская фондовая биржа вряд ли уступала Петербургской, но в официальном бюллетене Московской биржи число допущенных к котировке акций промышленных предприятий было весьма ограничено, что объяснялось большей разборчивостью Московского биржевого комитета. Однако большая часть торговли государственными ценными бумагами приходилась именно на эту биржу.

Акционерное учредительство пережило период необыкновенного подъема в последнем десятилетии 19 в., что было связано с общеэкономическим подъемом в тот период и акционерной политикой правительства. В это время происходит усиление связи акционерных обществ с фондовой биржей и коммерческими банками. К концу 1901 г. число акционерных компаний достигло 1506, а их капитал – 2467 млн. руб.

Российские ценные бумаги торговались не только в России, но и на иностранных биржах. На Парижской бирже, помимо российских государственных займов, закладных листов, облигаций железных дорог, котировались акции лучших наших банков, металлургических, каменноугольных, нефтяных и других предприятий. Российские железнодорожные ценные бумаги издавна являлись фаворитами Берлинской биржи. Брюссельская, Лондонская, Амстердамская биржи – все они имели в своих котировальных листах российские ценные бумаги.

К 1917 г. в России было около 100 бирж, все они были универсальными, т.е. торговали и товарными ценностями, и ценными бумагами. Революция 1917 г. не смогла в одночасье уничтожить биржи и ценные бумаги. События конца октября – начала ноября 1917 г. не были расценены предпринимательскими органи-



зациями как форс-мажорные, было лишь признано необходимым несколько продлить ранее намеченные сроки продажи новых выпусков акций. Как только в 1922 г. была провозглашена новая экономическая политика, 109 бирж возобновили свою деятельность, причем на 13 из них были фондовые отделы. В январе 1922 г. было создано первое после революции акционерное предприятие – «Акционерное общество внутренней и вывозной торговли кожевенным сырьем». Объем сделок, заключаемых в фондовом отделе Московской биржи в 1924-25 г.г. составил около 123 млн. руб. Однако к осени 1929 г. были закрыты почти все фондовые отделы, а в феврале 1930 г. были ликвидированы вообще все биржи.

В 1922 –1957 гг. в СССР было выпущено около 60 государственных облигационных займов, в 1957–1990 гг. – еще 5. Это были разные по своим условиям займы. Так, например, в связи с высокой инфляцией в 20–е годы 20 века выпускались облигации, которые погашались в натуральной форме: хлебный заем на 30 млн. пудов хлеба, сахарный – на 1 млн. пудов сахара. Погашались эти займы или натурой, или деньгами в зависимости от рыночной цены хлеба или сахара. Тогда же было выпущено около 30 отраслевых займов: «автомобильные обязательства», «велосипедные обязательства», гарантированные государством. Широко практиковались и облигации выигрышных займов, когда доход по облигациям выплачивался не в виде процентных платежей, а только в виде выигрышей.

Российский рынок ценных бумаг прошел свой путь подъемов и падений, ажиотажей и кризисов. Интересно, что правительство, вольно или невольно, защищало интересы простых граждан, тех, кого сегодня мы называем «мелкими вкладчиками». Так, например, обычный номинал акции в то время был 250 руб., что соответствовало годовой зарплате высококвалифицированного рабочего. Облигации государственных займов часто имели номинал даже и 5 руб., что, с одной стороны, позволяло привлечь в казну средства населения, а с другой – ограничить риск вкладчиков.



ТЕМА 2. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ И ОСНОВНЫЕ ПРОБЛЕМЫ ЕГО РАЗВИТИЯ

Понятие рынка ценных бумаг

Рынок ценных бумаг определяется как совокупность экономических отношений, связанных с выпуском и обращением ценных бумаг между его участниками.

Можно определить рынок ценных бумаг и как рынок, на котором совершаются различные операции с ценными бумагами.

Объектом рынка ценных бумаг является ценная бумага.

Ценная бумага может продаваться и покупаться неограниченное число раз, поэтому, чтобы товар дошел до своего потребителя, нужна своя организация товародвижения.

Рынок ценных бумаг в свою очередь является важной составной частью как денежного рынка, так и рынка капиталов, которые в совокупности составляют финансовый рынок. Таким образом, рынок ценных бумаг является частью финансового рынка (рис.1).

На денежном рынке осуществляется движение краткосрочных (до 1 года) накоплений, на рынке капиталов - средне- и долгосрочных накоплений (свыше 1 года).

Фондовый рынок позволяет аккумулировать временно свободные денежные средства и направлять их на развитие перспективных отраслей.

Привлечение денежных средств может осуществляться за счет внутренних и внешних источников.

К внутренним источникам относятся амортизационные отчисления и полученная прибыль.

Внешними источниками являются банковские ссуды и средства, полученные от выпуска ценных бумаг.



Рынок ценных бумаг

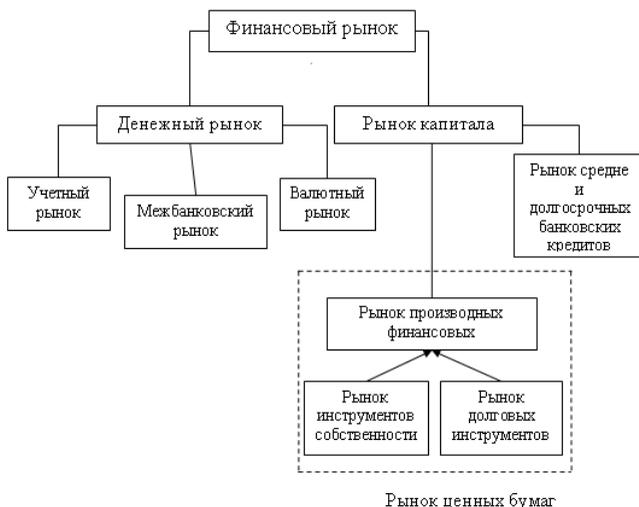


Рисунок 1. Состав финансового рынка

Источник: <http://forexaw.com>

Рынок ценных бумаг существует во взаимосвязи с другими видами рынков. Виды и характеристика этих взаимосвязей отражены на рис.2



Рисунок 2. Связь рынка ценных бумаг с другими составными элементами финансового рынка

Примечание: составлено автором



Посредством РЦБ денежный рынок обеспечивает подачу наличности государству (казначейские векселя, краткосрочные, до года, долговые обязательства). Денежный рынок дает возможность предприятиям и физическим лицам получить доход на их временно свободные денежные средства, обеспечивает гибкую подачу наличности в казну государства, участникам РЦБ и дает возможность получения дохода на вложенный капитал.

РЦБ дополняет систему кредитования. Например, вексель является инструментом долгосрочного кредитования, депозитные сертификаты подтверждают открытие депозита или сберегательного вклада (с рынком ссудных капиталов), коммерческие банки предоставляют посредникам РЦБ ссуды для подписки на ценные бумаги новых выпусков, а те продают банкам крупные лоты ценных бумаг для перепродажи в розницу.

На РЦБ выпускаются ценные бумаги, номинированные в валюте. Это может при прочих благоприятных условиях способствовать притоку валюты на внутренний рынок. При помощи производных контрактов (опционов и фьючерсов) осуществляется страхование (хеджирование) валютных рисков.

Рынок ценных бумаг обладает рядом специфических признаков, отраженных на рис.3

В рыночной экономике РЦБ является механизмом перераспределения денежных накоплений между предприятиями, государством, физическими лицами, финансовыми учреждениями. Предприятия и государство можно рассматривать как первоочередных заемщиков, а финансовые учреждения (институты) и физических лиц — как основных поставщиков капитала. Однако также необходимо учитывать, что как компания финансовое учреждение также может выступать заемщиком в целях финансирования своих операций.

Цель функционирования рынка ценных бумаг состоит в том, чтобы обеспечивать наличие механизма для привлечения инвестиций в экономику путем установления необходимых контактов между теми, кто нуждается в средствах, и теми, кто хотел бы инвестировать избыточный доход. При этом очень важно, чтобы рынок ценных бумаг обеспечивал наличие механизма, способствующего эффективной передаче инвестиций (оформленных в виде тех или иных ценных бумаг) из рук в руки, причем такая передача должна иметь юридическую силу.

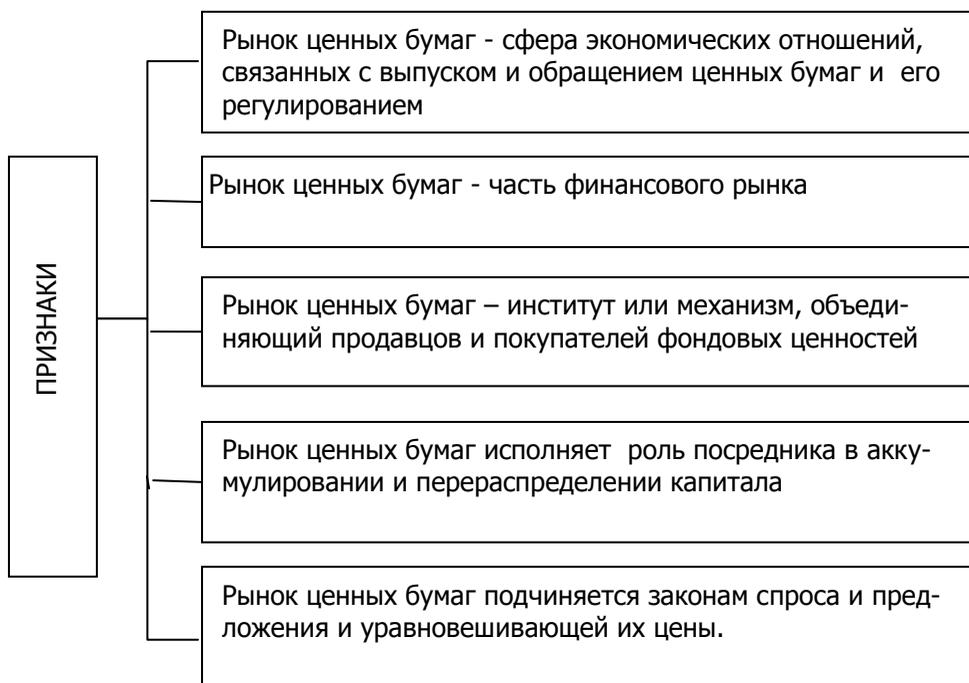


Рисунок 3. Признаки рынка ценных бумаг

Примечание: составлено автором

Основная задача рынка ценных бумаг - обеспечить возможно более полный и быстрый перелив сбережений в инвестиции по цене, которая бы устраивала покупателей и продавцов фондовых ценностей.

РЦБ является важным инструментом государственной финансовой политики. С помощью государственных ценных бумаг государство может решать несколько задач:

- финансирование дефицита бюджетов различных уровней;
- финансирование конкретных проектов;
- регулирование объема денежной массы, находящейся в обращении;
- поддержание ликвидности финансово-кредитной системы.

Для выполнения поставленных перед рынком задач необходимо соблюдение определенных требований:

1. Полная свобода передвижения инвестиций. Такая свобода называется ликвидностью. Ликвидность может существовать



только при условии наличия такого числа покупателей и продавцов, которое будет достаточным для того, чтобы удовлетворять требованиям спроса и предложения.

2. Наличие торговых систем, которые позволяли бы покупателям и продавцам находить друг друга относительно легко.

3. Обеспечение процесса продажи и оплаты и гарантии юридической правильности операций. Хотя эта область является, вероятно, наименее привлекательной для участников рынка ценных бумаг, все-таки совершенно обоснованно она может считаться и одной из самых важных. И совершенно определено это та область, которой уделяется больше всего внимания со стороны регулирующих органов. Следовательно, рынку ценных бумаг требуются системы и процедуры, которые могли бы гарантировать надежность этой последней стадии.

4. Приемлемое качество информационных потоков, из которых можно будет узнать о наличии инвестиционных продуктов и о заинтересованных заемщиках и кредиторах. Для успешного функционирования рынка необходимо обеспечить точность, правильность и содержательность предоставляемой информации. Это нацелено на то, чтобы поддерживать уверенность и доверие между заемщиками, кредиторами, инвесторами и общественностью. В свою очередь это возможно когда обеспечивается раскрытие необходимой информации:

- эмитенты будут раскрывать всю важную информацию о себе и своих предприятиях, включая предоставление необходимой финансовой отчетности;
- инвесторы будут предоставлять информацию о своих сделках, элементах контроля и своей способности выполнять финансовые обязательства;
- посредники будут предоставлять данные о своей квалификации и финансовых обязательствах, потенциальных конфликтах интересов и сделках от имени своих клиентов,
- организаторы торговой системы и регулирующие органы будут обеспечивать соблюдение стандартов дисциплины и надежности, справедливое отношение к участникам и контроль за качеством обеспечения расчетов.

Рынок ценных бумаг имеет целый ряд функций, которые условно можно разделить на две группы: общерыночные функции, присущие обычно каждому рынку, и специфические функции, которые отличают его от других рынков.

Состав функций рынка ценных бумаг представлен в табл.1



Таблица 1

Характеристика функций рынка ценных бумаг

Группа	Название	Содержание
1	2	3
Общерыночные	Перераспределительная	Перераспределение средств между отраслями, категориями участников рынка, сферами экономики, территориями, социальными группами населения, перевод сбережений из непроизводительной в производительную форму
	Регулирующая	Создание правил торговли, системы разграничения функций, полномочий и ответственности участников рынка
	Стимулирующая	Формирование рычагов и стимулов, создание благоприятных условий для вовлечения участников в процессы выпуска, размещения, обращения ценных бумаг
	Контрольная	Организация контроля над соблюдением правил рынка его участниками (законодательных, этических и др.)
	Коммерческая	Получение прибыли участниками от совершения сделок с ценными бумагами
	Ценовая	Формирование рыночных цен на финансовые инструменты под воздействием спроса и предложения
	Информационная	Получение с помощью рынка ценных бумаг его участниками сведения о торгуемых ценных бумагах, о событиях, оказывающих воздействие на цены финансовых средств.
Специфические	Сберегательная	Сохранение реальной стоимости денег за счет создания сбережений в форме ценных бумаг, прежде всего, с высокой степенью надежности (например, в форме государственных ценных бумаг)
	Спекулятивная	Совершение операций с ценными бумагами с целью получения дохода в виде разницы между ценой продажи и ценой приобретения. Для реализации функции необходимо наличие ликвидных ценных бумаг.



Страховая (хеджирование риска)	Защита от риска путем совершения на рынке ценных бумаг срочных сделок (например, заключение фьючерсных и форвардных контрактов)
Учетная	Проявляется в обязательном учете в специальных списках (реестрах) всех видов ценных бумаг, обращающихся на рынке, регистрации участников рынка ценных бумаг, а также фиксации фондовых операций, оформленных договорами купли-продажи, залога, траста, конвертации и др.

Примечание: составлено автором

Рынок ценных бумаг играет роль регулировщика инвестиционных потоков и позволяет обеспечивать оптимальную для общества структуру использования ресурсов. Именно через РЦБ осуществляется значительная часть перелива капиталов в отрасли, обеспечивающие наибольшую рентабельность вложений.

Рынок ценных бумаг позволяют обеспечивать массовый характер инвестиционного процесса, позволяя любым экономическим субъектам (в том числе обладающим номинально небольшим инвестиционным потенциалом) осуществлять инвестиции – как финансовые (поскольку ценные бумаги сами по себе являются объектом инвестирования), так и реальные (при покупке акций нового выпуска).

Виды рынка ценных бумаг

Существует несколько способов классификации финансовых рынков:

- по принципу возвратности (долговые обязательства и рынок собственности);
- по характеру движения ценных бумаг (первичный и вторичный);
- по форме организации (организованные и распределенные);
- по сроку предоставления денег (рынок денег и рынок капиталов). Уже из приведенных классификаций становится понятно, что рынок ценных бумаг является важнейшей составной частью финансовых рынков.

Рынок ценных бумаг, несмотря на его единство, можно условно разделить на несколько сегментов, которые тоже называются рынками. Они характеризуются специфическими условиями,



Рынок ценных бумаг

участниками торговли, ценными бумагами, обращающимися на них.

Таблица 2

Классификация рынков ценных бумаг

Группа	Название	Содержание
1	2	3
Общерыночные	Перераспределительная	Перераспределение средств между отраслями, категориями участников рынка, сферами экономики, территориями, социальными группами населения, перевод сбережений из непроизводительной в производительную форму
	Регулирующая	Создание правил торговли, системы разграничения функций, полномочий и ответственности участников рынка
	Стимулирующая	Формирование рычагов и стимулов, создание благоприятных условий для вовлечения участников в процессы выпуска, размещения, обращения ценных бумаг
	Контрольная	Организация контроля над соблюдением правил рынка его участниками (законодательных, этических и др.)
	Коммерческая	Получение прибыли участниками от совершения сделок с ценными бумагами
	Ценовая	Формирование рыночных цен на финансовые инструменты под воздействием спроса и предложения
	Информационная	Получение с помощью рынка ценных бумаг его участниками сведения о торгуемых ценных бумагах, о событиях, оказывающих воздействие на цены финансовых средств.
Специфические	Сберегательная	Сохранение реальной стоимости денег за счет создания сбережений в форме ценных бумаг, прежде всего, с высокой степенью надежности (например, в форме государственных ценных бумаг)
	Спекулятивная	Совершение операций с ценными бумагами с целью получения дохода в виде разницы между ценой продажи и ценой приобретения. Для реализации функции необходимо наличие ликвидных ценных бумаг.



Рынок ценных бумаг

	Страховая (хеджирование риска)	Защита от риска путем совершения на рынке ценных бумаг срочных сделок (например, заключение фьючерсных и форвардных контрактов)
	Учетная	Проявляется в обязательном учете в специальных списках (реестрах) всех видов ценных бумаг, обращающихся на рынке, регистрации участников рынка ценных бумаг, а также фиксации фондовых операций, оформленных договорами купли-продажи, залога, траста, конвертации и др.

Кроме классификации, приведенной в табл. 2 рынок ценных бумаг по видам бумаг, обращающихся, в частности, на российском рынке, разделяют на:

- рынок государственных бумаг;
- рынок акций, в котором в свою очередь выделяются три основных сегмента (иногда их называют эшелонами): «голубые фишки» (наиболее ликвидные акции крупнейших российских компаний), акции «второго эшелона», приближающиеся к ним, но еще не достигшие соответствующей ликвидности, и акции предприятий, практически не появляющиеся на рынке;
- рынок ценных бумаг местного значения (в большинстве — муниципальных облигаций или облигаций субъекта РФ);
- рынки векселей разных эмитентов;
- рынки производных ценных бумаг (в основном фьючерсов).

Наиболее развитым является биржевой рынок. Он характеризуется большими оборотами, которые позволяют создать высокоэффективную инфраструктуру, способную принять на себя большую часть рисков и существенно ускорить сделки и уменьшить удельные накладные расходы. Платой за это является строгая стандартизация сделки, жесткие ограничения на деятельность участников рынка, повышенные обязательства в отношении поддержания ликвидности и надежности.

В случае, когда сделки небольшие, невыгодно исполнять их через крупные специализированные торговые системы. Это связано с экономическими параметрами. В таком случае покупатель идет непосредственно к дилеру и покупает бумаги прямо у него. В качестве примера можно указать на многие наши банки, торгующие облигациями сберегательного займа для населения. Это особый сегмент рынка ценных бумаг, отличающийся от биржевого рынка по многим параметрам. Он называется розничным (вне-



биржевым) рынком (OTC — market от английского Over the Counter — торговля из-за прилавка). Иногда на внебиржевом рынке совершаются, наоборот, весьма крупные сделки, например купля-продажа контрольного пакета. В общем, это рынок индивидуальных, нестандартизованных сделок.

Электронные рынки ценных бумаг возникли позже бирж — с появлением современных средств связи и информатики. В настоящее время обороты на них сравнимы с биржевыми. В России существовало несколько такого рода систем, но сегодня реально работает только Российская торговая система.

Торговлю в ней осуществляют профессиональные брокеры и дилеры, объединившиеся в ассоциации ПАУФОР (Профессиональная ассоциация участников фондового рынка России) и НАУФОР (Национальная ассоциация участников фондового рынка России). В этих торговых системах происходят торги акциями «голубых фишек» (РТС) и акциями второго эшелона (РТС-2). Отличие от биржевой торговли заключается в основном в механизме исполнения сделок: установив в электронной системе котировки на интересующую его бумагу, трейдер связывается непосредственно с маркет-мейкером, выставившим котировку, и заключает стандартизованную сделку.

Отдельно стоит остановиться на роли организатора торгов на рынках производных ценных бумаг. Поскольку фьючерс представляет собой взаимное обязательство купить (соответственно продать) базовую ценную бумагу в определенный момент и по оговоренной заранее цене, роль организатора торгов заключается в первую очередь в том, чтобы обеспечить исполнение этого обязательства. Это достигается путем внесения обеими сторонами сделки специального залога — маржи. В случае, если одна из сторон не выполняет своих обязательств, маржа используется для компенсации убытка другой стороне.

Составные части рынка ценных бумаг имеют своей основой не тот или иной вид ценной бумаги, а способ торговли на данном рынке. С этой позиции в рынке ценных бумаг необходимо выделять рынки: первичный и вторичный; организационный и неорганизационный; биржевой и внебиржевой; традиционный и компьютеризированный; кассовый и срочный.

Первичный рынок — это приобретение ценных бумаг их первыми владельцами; это первая стадия процесса реализации ценной бумаги; это первое появление ценной бумаги на рынке, обставленное определенными правилами и требованиями.

Вторичный рынок — это обращение ранее выпущенных



ценных бумаг; это совокупность всех актов купли-продажи или других форм перехода ценной бумаги от одного ее владельца к другому в течение всего срока существования ценной бумаги.

Организационный рынок ценных бумаг – это их обращение на основе твердо устойчивых правил между лицензированными профессиональными посредниками – участниками рынка по поручению других участников рынка.

Неорганизационный рынок – это обращение ценных бумаг без соблюдения единых для всех участников рынка правил.

Биржевой рынок – это торговля ценными бумагами на фондовых биржах. Это всегда организационный рынок ценных бумаг, так как торговля на нем ведется строго по правилам биржи и только между биржевыми посредниками, которые тщательно отбираются среди всех других участников рынка.

Внебиржевой рынок – это торговля ценными бумагами, минуя фондовую биржу. Он может быть организованным и неорганизованным. Организованный внебиржевой рынок основывается на компьютерных системах связи, торговли и обслуживания по ценным бумагам.

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

- отсутствие физического места, где встречаются продавцы и покупатели, и, следовательно, отсутствие прямого контакта между ними;

- полная автоматизация процесса торговли и его обслуживания; роль участников рынка сводится в основном только к вводу своих заявок на куплю-продажу ценных бумаг в системе торгов.

Кассовый рынок ценных бумаг (иностранное название: «кэш» - рынок, или «спот» - рынок) – это рынок с немедленным исполнением сделок в течение 1-2 рабочих дней.

Срочный рынок ценных бумаг – это рынок, на котором заключаются разнообразные по виду сделки со сроком исполнения, превышающим 2 рабочих дня, чаще всего со сроком исполнения 3 месяца.



ТЕМА 3. СТРУКТУРА И УЧАСТНИКИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Составные части рынка ценных бумаг

В состав рынка ценных бумаг входят его участники. Состав участников рынка ценных бумаг может быть представлен схемой (рис. 4)



Рисунок 4. Состав рынка ценных бумаг

Участники рынка ценных бумаг – это физические лица или организации, которые продают или покупают ценные бумаги или обслуживают их оборот и расчеты по ним, выступает между собой в определенные отношения по поводу обращения ценных бумаг.

Существуют следующие основные группы участников рынка ценных бумаг в зависимости от их функционального назначения: эмитенты, инвесторы, фондовые посредники; организации, обслуживающие рынок ценных бумаг; государственные органы регулирования и контроля.

В зависимости от отношения к рынку ценных бумаг всех участников, которые имеют отношение к нему, можно условно разделить на три группы. К первой группе относится «клиенты» и «пользователи» фондового рынка. Это эмитенты и инвесторы. Эмитенты - это лица, которые выпускают ценные бумаги в обра-



щение. Ими являются юридические лица, государство, коммерческие предприятия и организации.

Инвесторы – это лица, которые покупают ценные бумаги, выпущенные в обращение. Инвестором выступает население, а также коммерческие организации, заинтересованные в увеличении (приросте) свободных денежных средств.

Профессиональные интересы эмитентов и инвесторов часто находятся вне рынка ценных бумаг. Этот рынок для них - один из элементов сферы финансовых услуг, которыми они периодически пользуются. Эмитенты обращаются к фондовому рынку тогда, когда им необходимо привлечь долгосрочные или среднесрочные капиталы для финансирования каких-либо своих программ. Инвесторы обращаются к фондовому рынку для временного вложения имеющихся в их распоряжении капитала с целью их сохранения и преумножения.

Вторую группу составляют профессиональные торговцы, фондовые посредники, т. е. те, кого называют брокерами и дилерами. Фондовые посредники – это торговцы, обеспечивающие связь между эмитентами и инвесторами на рынке ценных бумаг, организации, осуществляющие на рынке ценных бумаг брокерскую или дилерскую деятельность или деятельность по управлению ценными бумагами.

Фондовыми посредниками являются организации, а в ряде стран – и граждане, для которых торговля ценными бумагами – основная профессиональная деятельность. Их задача состоит в том, чтобы обслуживать эмитентов и инвесторов, удовлетворять их потребности в выходе на фондовый рынок. Система взаимоотношений «клиенты – профессиональные торговцы» - это «розничный» сегмент фондового рынка, ориентированный на потребность эмитентов и инвесторов. Профессиональные торговцы здесь предлагают клиентам рынка широкий спектр финансовых услуг и финансовых инструментов. Рядом с «розничным» сегментом фондового рынка существует не менее значительный «оптовый» сегмент – сфера отношений непосредственно между профессиональными торговцами. Здесь «профессионалы» торгуют друг с другом на равных. Принципы организации этой торговли в целом отличается от тех, которые существуют на «розничном» сегменте фондового рынка.

Третью группу составляют организации, которые специализируются на предоставлении услуг для всех участников фондового рынка. Вся совокупность этих организаций именуют «инфраструктурой» фондового рынка. Организации, обслуживающие



рынок ценных бумаг, - это организации, выполняющие все другие функции на рынке ценных бумаг, кроме функции купли-продажи этих ценных бумаг. К ним относятся фондовые биржи и другие организаторы торговли, клиринговые и расчетные организации, депозитарии и регистраторы.

Государственные органы регулирования и контроля рынка ценных бумаг в Российской Федерации включают: высшие органы управления (Президент РФ, Правительство РФ), министерства и ведомства (Министерство финансов РФ, Федеральная служба по финансовым рынкам); Центральный банк РФ.

Понятие и состав участников рынка ценных бумаг

Участники рынка ценных бумаг – это физические лица или организации, которые продают или покупают ценные бумаги или обслуживают их оборот и расчёты по ним; это те, кто вступает между собой в определённые экономические отношения по поводу обращения ценных бумаг.

Основной мотив, которым руководствуется эмитент, выпускающий ценные бумаги - это привлечение капитала (денежных ресурсов). Кроме того, продажа ценных бумаг даёт возможность реконструировать собственность, например государственную в акционерную путём приватизации; позволяет провести секьюритизацию задолженности и т.п. На другой стороне рынка инвестор – покупатель ценных бумаг, основная цель которого – заставить свои средства работать и приносить доход. Кроме того, он может быть заинтересован в получении определённых прав, гарантированных той или иной ценной бумагой (например, права голоса).

Существуют следующие основные группы участников РЦБ:

- эмитенты – те, кто выпускает ценные бумаги в обращение;
- инвесторы – все те, кто покупает ценные бумаги, выпущенные в обращение;
- фондовые посредники – это торговцы, обеспечивающие связь между эмитентами и инвесторами на рынке ценных бумаг;
- организации, обслуживающие рынок ценных бумаг, - могут включать организаторов рынка ценных бумаг (фондовые биржи или небиржевые организаторы рынка), расчётные центры (Расчётные палаты, Клиринговые центры), регистраторов, депозитарии, информационные органы или организации;
- государственные органы регулирования и контроля – в РФ



Рынок ценных бумаг

включают высшие органы управления (Президент, Правительство), министерства и ведомства (Минфин РФ, Федеральная Комиссия по рынку ценных бумаг, другие), Центральный банк РФ.

В зависимости от отношения к рынку ценных бумаг всех лиц, которые так или иначе имеют отношение к нему, можно условно разделить на три группы:

- к первой группе относятся «клиенты» или «пользователи» фондового рынка - это эмитенты и инвесторы. Их профессиональные интересы, их основная «деловая» жизнь часто лежит вне рынка ценных бумаг. Эмитенты обращаются к нему, когда им необходимо привлечь долгосрочные или среднесрочные капиталы, инвесторы обращаются к нему для временного вложения имеющихся в их распоряжении капиталов с целью их сохранения и преумножения. Эмитентов и инвесторов объединяет то, что рынок ценных бумаг для них – часть «внешней деловой среды», а не профессия;

- вторую группу составляют профессиональные торговцы, фондовые посредники, т.е. те, кого называют брокерами и дилерами - это организации, а в ряде стран – и граждане, для которых торговля ценными бумагами – основная профессиональная деятельность. Их задача состоит в том, чтобы обслуживать эмитентов и инвесторов, удовлетворять их потребности в выходе на фондовый рынок;

- третью группу составляют организации, которые специализируются на предоставлении услуг для всех пользователей фондового рынка. Всю совокупность этих организаций ещё именуют «инфраструктурой» фондового рынка. К ним относятся фондовые биржи и другие организаторы торговли, клиринговые и расчётные организации, депозитарии и регистраторы и др.

Рассмотрим каждого участника рынка ценных бумаг подробнее.

Эмитенты. Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг» определяет эмитента как «юридическое лицо или органы исполнительной власти либо органы местного самоуправления, несущие от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных ими». Эмитент поставляет на фондовый рынок товар – ценную бумагу. Эмитент не уходит с рынка, поставив на него ценные бумаги. Он постоянно присутствует на нём, так как должен нести от своего имени обязательства перед покупателями (инвесторами) ценных бумаг по осуществлению прав, удостоверенных ими. Кроме того, эмитент сам оперирует своими ценными бумагами, осуществляя их вы-



куп или продажу. Эмитенты осуществляют выпуск и размещение (первичное) ценных бумаг путем заключения гражданско-правовых сделок.

По направлениям профессиональной деятельности эмитентов можно разделить на следующие основные группы:

- промышленные и торговые компании;
- коммерческие банки;
- инвестиционные компании и инвестиционные фонды;
- страховые компании, пенсионные фонды и прочие институциональные инвесторы.

Эмитентов можно классифицировать по той политике, которую они проводят на фондовом рынке. Они могут осуществлять активную политику, выходя на организованные торговые площадки, инициируя процедуру листинга своих ценных бумаг и поддерживая их котировку. Политика может быть направлена на ограничение обращения собственных ценных бумаг на фондовом рынке.

Инвестор определяется Законом «О рынке ценных бумаг» как «лицо, которому ценные бумаги принадлежат на праве собственности (собственник) или ином вещном праве (владелец)». Кроме того, существует понятие «добросовестного приобретателя», которым считается «лицо, которое приобрело ценные бумаги, произвело их оплату и в момент приобретения не знало и не могло знать о правах третьих лиц на эти ценные бумаги, если не доказано иное».

Инвесторов можно классифицировать по ряду признаков. Наиболее значимым считается их статус. Тогда инвесторов можно разделить на:

- индивидуальных (физических лиц),
- институциональных (коллективных),
- профессионалов рынка.

Если основным эмитентом на рынке ценных бумаг является государство, то основным инвестором, определяющим состояние фондового рынка, - индивидуальный инвестор, т.е. физическое лицо, использующее свои сбережения для приобретения ценных бумаг.

Юридические лица, не имеющие лицензии на право осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг в качестве посредников, но приобретающие ценные бумаги от своего имени и за свой счёт, составляют группу институциональных инвесторов. Среди институциональных инвесторов различают:



- Кредитные организации;
- инвестиционные компании и фонды;
- страховые организации;
- пенсионные фонды.

Инвесторами выступают и профессионалы фондового рынка, осуществляющие весь комплекс операций на нём, но лишь в том случае, если они вкладывают собственные средства в ценные бумаги.

Однако необходимо учитывать, что коллективные инвесторы в случаях предусмотренных законом могут получать лицензию на осуществление профессиональной деятельности.

Классификацию инвесторов можно проводить в зависимости от цели инвестирования. Тогда их делят на стратегических и портфельных.

Стратегический инвестор предполагает получить собственность, завладев контролем над акционерным обществом, и рассчитывает получать доход от использования этой собственности, который, безусловно, будет превышать доход от простого владения акциями.

Портфельный инвестор рассчитывает лишь на доход от принадлежащих ему ценных бумаг, поэтому вопросы что покупать, как покупать, где покупать и когда покупать для него всегда актуальны.

Портфельных инвесторов можно классифицировать по типу поведения на фондовом рынке. Инвестор должен определить с какой целью он осуществляет вложение средств в ценные бумаги, что для него важнее – безопасность вложения средств и их сохранение или высокий уровень доходности при соответственно высоком уровне риска вложений. Поэтому в основу дальнейшей классификации инвестора можно положить цель инвестирования и его отношение к риску:

- консервативные;
- умеренные;
- агрессивные.

На рис.6 показано соотношение доходности и риска представленных групп инвесторов.

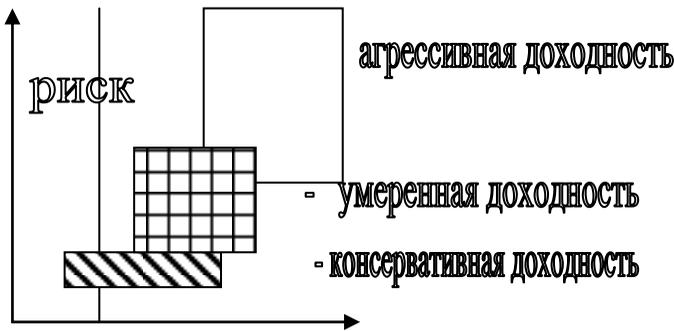


Рисунок 6. Соотношение риска и доходности инвестора

Часть инвесторов имеют целью получение максимального дохода при относительно высокой степени риска; выступают в качестве профессиональных участников, владеют приемами технического анализа; обладают информацией об интересующих их эмитентах – это агрессивные инвесторы.

Страховые компании и инвестиционные фонды – это умеренные инвесторы. Они формируют свой портфель исходя из средней доходности и риска; вынуждены размещать свои активы в ценные бумаги по определенным государством правилам.

Предприятия нефинансового сектора экономики, пенсионные фонды физические лица – консервативные инвесторы. Эти вложения самые долгосрочные, приносят невысокий доход, обладают невысокой степенью риска.



ТЕМА 4. 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 преследует достижение следующих целей:

1. Создание нормальных условий для функционирования рынка ценных бумаг, всех его участников; поддержание порядка на рынке ценных бумаг

2. Защита участников рынка ценных бумаг от недобросовестных действий, мошенничества, преступлений со стороны отдельных лиц

3. Обеспечение нормального ценообразования на рынке ценных бумаг на основе свободного формирования спроса и предложения финансовых инструментов

4. Стимулирование развития рынка ценных бумаг как механизма перераспределения денежных ресурсов, его отдельных сегментов, создание новых сегментов рынка

5. 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).

Различают следующие виды регулирования рынка ценных бумаг:

- государственное регулирование;
- регулирование со стороны профессиональных участников рынка ценных бумаг или саморегулирование;
- общественное регулирование или регулирование через общественное мнение.

Процесс регулирования на рынке ценных бумаг включает:

- создание нормативной базы функционирования рынка, т.е. разработка законов, постановлений, инструкций, правил, методических положений и других нормативных актов, которые ставят функционирование рынка на единую основу;
- отбор профессиональных участников рынка;
- контроль за соблюдением выполнения всеми участниками рынка норм и правил функционирования рынка;
- систему санкций за отклонение от норм и правил, уста-



новленных на рынке (предупреждения, штрафы, уголовные наказания, исключение из рядов участников рынка).

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.

Регулятивная инфраструктура – это одна из систем (наряду с информационной и депозитарно - клиринговой и регистраторской инфраструктурой 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),
- правовая инфраструктура (законодательная и нормативная база функционирования рынка ценных бумаг),
- этика фондового рынка,
- традиции и обычаи.

В некоторых странах традиции и обычаи играют очень существенную 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»).



В России деловые традиции, обычаи делового оборота были прерваны и утеряны за годы существования директивной экономики. Поэтому на их становление потребуется значительное время.

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 регистрацией самих ценных бумаг, путем обеспечения гласности и равной информированности участников рынка, поддержания правопорядка.

Косвенное (экономическое) государственное регулирование рынка ценных бумаг осуществляется такими методами, как, например, проведение определенной налоговой политики, денежной политики, политики в области формирования и использования средств государственного бюджета, политики в области управления государственной собственностью.

Регулирование рынка ценных бумаг осуществляется с помощью методов технического, институционального, функционального регулирования, саморегулирования.

Методы технического регулирования рынка сводятся к поддержанию оптимальных количественных и качественных параметров рынка. К ним относятся меры, направленные на обеспечение ликвидности ценных бумаг, сглаживание резких колебаний курсов ценных бумаг в результате спекулятивной игры, например, на основе ограничения возможностей дилеров привлекать заемные средства для финансирования спекулятивных операций. Среди задач технического регулирования особое место занимает предотвращение системных кризисов, которые могут быть вызваны, например, сбоями в работе расчетных и клиринговых систем.

Методы институционального регулирования связаны, прежде всего, с регулированием финансового положения конкретных финансовых институтов и качеством управления ими. Институциональное регулирование направлено на предупреждение финансовой несостоятельности объектов регулирования, и по этой причине охватывает все аспекты деятельности конкретных организаций с точки зрения их влияния на финансовое положение объектов регулирования.

К числу методов институционального регулирования относятся, например, установление требований к размеру собст-



венных средств участников, регулирование структуры активов и пассивов, ограничение или запрещение участия в рискованных операциях, которые могут привести к финансовой несостоятельности объекта регулирования.

Институциональное регулирование широко применяется на рынке ценных бумаг в тех случаях, когда специфика конкретных видов профессиональной деятельности делает необходимым контроль за финансовым положением участников для защиты интересов инвесторов и других субъектов фондового рынка. К числу таких видов деятельности относится, например, хранение и обслуживание ценных бумаг.

Методы функционального регулирования связаны с установлением правил совершения определенных операций (т. е. выполнения определенных функций). Например, во многих странах, в том числе и в России действует законодательство, предусматривающее обязанность брокера в приоритетном порядке (по отношению к собственным операциям) исполнять заявки на покупку или продажу ценных бумаг, поступившие от клиентов. Требование вести учет клиентских ценных бумаг отдельно от своих собственных применяется в России по отношению ко всем финансовым институтам, принимающим на хранение и обслуживание ценные бумаги клиентов, также относится к методам функционального регулирования.

По мере совпадения интересов участников рынка и задач государства в сфере предупреждения и разрешения конфликтов между участниками, улучшения управления рисками, снижения возможностей для мошенничества и других противоправных действий, поддержки ликвидности и стабильности рынка, внедрения лучших стандартов профессиональной деятельности возникла возможность использовать метод саморегулирования для оперативного решения текущих вопросов.

Государственное регулирование рынка ценных бумаг

Государство на рынке ценных бумаг выполняет следующие функции:

1. идеологическая, то есть разработка концепции развития рынка ценных бумаг и программы ее реализации
2. законодательная, то есть законодательное и нормативное обеспечение функционирования рынка ценных бумаг



3. административная, то есть прямое административное регулирование 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.

Кроме этого государство выступает в качестве участника рынка ценных бумаг, а именно:

– государство является крупнейшим заемщиком - эмитентом облигаций федеральных, субфедеральных и муниципальных займов (в лице органов власти Российской Федерации, субъектов Российской Федерации, муниципальных образований);

– государство является крупнейшим инвестором на рынке ценных бумаг, владея закрепленными в федеральной и муниципальной собственности пакетами акций приватизированных предприятий;

– государство выполняет функции профессионального участника рынка ценных бумаг в лице Центрального Банка РФ, являющегося посредником, участвующим в размещении государственных ценных бумаг и крупнейшим дилером на этом сегменте рынка.

В лице Федерального агентства по управлению федеральным имуществом, организующего аукционы по продаже акций приватизированных предприятий, государство выступает в качестве посредника на рынке акций приватизированных предприятий.

Основным органом государственной исполнительной власти Российской Федерации, осуществляющим регулирование рынка ценных бумаг, является Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР).

Структура ФСФР России включает в себя следующие управления:

1. управление развития регулирования на финансовом рынке,

2. управление регулирования и контроля над коллективными инвестициями;



3. управление регулирования деятельности участников финансового рынка;
4. управление эмиссионных ценных бумаг;
5. управление организации и проведения надзорных мероприятий на рынке ценных бумаг;
6. правовое управление;
7. управление делами и архива;
8. управление экономики, финансов и бухгалтерского учета; управление административно-технического обеспечения;
9. управление информации и мониторинга финансового рынка.

Также в структуру ФСФР России входят три самостоятельных отдела: отдел государственной службы и кадров, первый отдел, отдел мобилизационной подготовки.

Федеральная служба по финансовым рынкам имеет 13 территориальных органов и 29 территориальных отделов. Руководители территориальных органов ФСФР России назначаются руководителем ФСФР России.

Государство в лице ФСФР выполняет ряд важнейших функций на рынке ценных бумаг, среди которых основными являются:

- разработка основных направлений развития рынка ценных бумаг и координацию деятельности федеральных органов исполнительной власти по вопросам регулирования рынка ценных бумаг;
- утверждение стандартов эмиссии ценных бумаг, проспектов ценных бумаг эмитентов, государственной регистрации отчетов об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг;
- разработка и утверждение единых требований к правилам осуществления профессиональной деятельности с ценными бумагами;
- установление обязательных требований к операциям с ценными бумагами;
- установление требований к порядку ведения реестра;
- установление порядок и осуществляет лицензирование различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- установление порядка выдачи разрешений и выдача разрешений на приобретение статуса саморегулируемой организации (далее - СРО), ведение реестра СРО;
- определение стандартов деятельности инвестиционных, негосударственных пенсионных, страховых фондов и их управ-



ляющих компаний, а также страховых компаний на рынке ценных бумаг;

- контроль за соблюдением эмитентами, профессиональными участниками рынка ценных бумаг, СПО требований законодательства РФ о ценных бумагах, стандартов и требований ФСФР;

- контроль порядка проведения операций с денежными средствами или иным имуществом, совершаемых профессиональными участниками рынка ценных бумаг;

- обеспечение раскрытия информации о зарегистрированных выпусках ценных бумаг, профессиональных участниках рынка ценных бумаг и регулировании рынка ценных бумаг;

- обеспечение создания общедоступной системы раскрытия информации на рынке ценных бумаг;

- установление квалификационных требований к работникам профессиональных участников рынка ценных бумаг, определение условий и порядка аккредитации организаций, осуществляющих аттестацию граждан в сфере профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и ведение реестра аттестованных лиц;

- разработка проектов законодательных и иных нормативных актов, связанных с вопросами регулирования рынка ценных бумаг;

- определение порядка ведения реестра и ведение реестра профессиональных участников рынка ценных бумаг;

- установление порядка допуска к первичному размещению и обращению вне территории Российской Федерации ценных бумаг, выпущенных российскими эмитентами.

Органом государственного управления в сфере рынка ценных бумаг является также Министерство финансов РФ. К его компетенции относится ряд вопросов, связанных с установлением правил бухгалтерского учета операций с ценными бумагами, проведением государственной политики в области эмиссии государственных ценных бумаг. Министерство финансов участвует в разработке предложений по развитию рынка ценных бумаг.

Важным условием развития рынка ценных бумаг является обеспечение свободной конкуренции и ограничение монополистической деятельности в этой сфере. Особая роль в этом отводится Федеральной службе по антимонопольной политике. К его задаче, в частности относится содействие развитию конкуренции на рынке ценных бумаг, осуществление государственного контроля за соблюдением антимонопольного законодательства лицами, оказывающими услуги на рынке ценных бумаг.



Центральный Банк Российской Федерации, хотя и не является государственным органом власти, вправе на основании закона осуществлять регулирование деятельности на рынке ценных бумаг кредитных организаций. Центральный Банк Российской Федерации регистрирует выпуски ценных бумаг кредитных организаций, контролирует соблюдение ими требований законодательства о ценных бумагах.

Система федеральных органов исполнительной власти, регулирующих рынок ценных бумаг, возглавляется Правительством Российской Федерации. К его функциям относится координация деятельности федеральных органов исполнительной власти в целях обеспечения единой финансовой, кредитной и денежной политики.

Значительная роль в государственном регулировании рынка ценных бумаг принадлежит Президенту Российской Федерации, который как глава государства определяет основные направления внутренней и внешней политики, обеспечивает согласованное функционирование и взаимодействие органов государственной власти, издает указы и распоряжения, в том числе регулирующие рынок ценных бумаг.

Саморегулируемые организации на рынке ценных бумаг

Кроме государства на рынке ценных бумаг процесс регулирования осуществляется и самостоятельно саморегулирующими организациями, которые в соответствии с законом «О рынке ценных бумаг» представляют собой организации профессиональных участников рынка ценных бумаг и функционирующие на принципах некоммерческой организации.

Саморегулируемые организации – это добровольные объединения профессиональных участников рынка ценных бумаг по видам деятельности, приобретающие статус саморегулируемой организации на основании разрешения ФСФР, которые устанавливают обязательные для своих членов правила осуществления профессиональной деятельности, стандарты проведения операций с ценными бумагами и осуществляет контроль за их соблюдением.

На сегодня в РФ существует профессиональная ассоциация участников фондового рынка, национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР), совет крупнейших регистраторов и депозитариев (ПАРТАД), объединение по защите интересов ак-



ционеров предприятий и организаций и т.д.

Важной особенностью такой организации является ее некоммерческая направленность, то есть ее участники и учредители не используют вырученные средства на собственное потребление, а только на реализацию представленных им функций.

Функциями саморегулируемых организаций являются:

- разработка обязательных правил и стандартов профессиональной деятельности и операций на рынке ценных бумаг;
- осуществление подготовки кадров и установление требований для работы на рынке;
- контроль за соблюдением участниками правил и нормативов
- обеспечение правдивой информацией участников рынка;
- обеспечение защиты участников в государственных органах управления.

Саморегулируемая организация вправе:

1. получать информацию по результатам проверок деятельности своих членов, осуществляемых в порядке, установленном федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг (региональным исполнением федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг);

2. разрабатывать в соответствии с настоящим Федеральным законом правила и стандарты осуществления профессиональной деятельности и операций с ценными бумагами своими членами и осуществлять контроль за их соблюдением;

3. контролировать соблюдение своими членами принятых саморегулируемой организацией правил и стандартов осуществления профессиональной деятельности и операций с ценными бумагами;

4. осуществлять обучение граждан в сфере профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, а также в случае, если саморегулируемая организация является аккредитованной федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг, принимать квалификационные экзамены и выдавать квалификационные аттестаты.

Саморегулирующие организации могут распространять свои функции только на своих членов.

К преимуществам саморегулирования на рынке ценных бумаг относятся снижение государственных расходов на регулирование рынка, разработка стандартов профессиональной деятельности в соответствии с современными требованиями рынка и учетом интересов всех его участников, упрощение ведения эти-



ческих норм на рынке ценных бумаг.

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

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 профессиональной деятельности;
- 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 использовались манипулятивные практики, 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 корнерами
- 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 уровням 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 - воздействие на курсовую (расчетную) цену обращающихся на фондовом рынке активов за счет краткосрочного или долговременного проведения сделок большого объема.

Законным считалось 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 упущения;
- 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 прави-



лах 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 неподобающие методы торговли, нарушил конфиденциальность или не соблюдал правила внутреннего контроля, против брокера, согласно международным стандартам, могут быть применены санкции. Под мошенничество профессионального участника рынка ценных бумаг попадают, в частности, следующие действия:

а) любое искажение информации с целью принуждения клиента к тем или иным инвестициям;

б) "простое упущение" которое может привести к нежелательным для клиента последствиям;

в) рекомендации по инвестированию без раскрытия рисков.

В России правила добросовестного поведения (кодексы этики) приняты пока только на уровне саморегулируемых организаций (далее – СРО), которые намерены поддерживать этические нормы через механизм дисциплинарного производства. В сфере социального регулирования мы имеем два основных регулятора поведения, формирующие добросовестность и дисциплину, — это мораль и право.

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

В сфере рынка ценных бумаг разрешение конфликтов и споров частно-правового характера осуществляется через постоянно действующие третейские суды, созданных 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 СРО профессиональных участников фондового рынка.

Принципы добросовестной профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг содержатся в ряде документов, таких как:

- Федеральный закон "О рынке ценных бумаг";
- Федеральный закон "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг";
- правила профессиональной этики членов саморегулируемой организации НАУФОР;
- правила профессиональной этики членов саморегулируемой организации ПАРТАД;
- положение Национальной фондовой ассоциации "О запрете манипулирования ценами на фондовом рынке".

Согласно кодексам этики российских саморегулируемых организаций этическими принципами профессиональной деятельности, которыми должен руководствоваться любой член саморегулируемой организации, 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 значимости общественных интересов, необходимости обеспечения правопорядка и справедливости.

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

Члены саморегулируемой организации должны осуществлять свою профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг добросовестно, то есть с той степенью заботливости и осмотрительности, которые от него требуются по существу отношений и условий гражданского оборота, а также предпринимая все разумные действия по защите и обеспечению сохранности средств и имущества клиентов.

Для этого они должны:

- оценивать с профессиональной точки зрения факты и обстоятельства, сложившиеся на рынке, а также не допускать



предвзятости, наносящей ущерб его клиентам или другим участникам рынка ценных бумаг;

- обеспечивать надежную защиту средств своих клиентов путем разделения активов клиентов и своих собственных активов, идентификации активов, а также и иными способами;
- проявлять должную меру заботливости к соблюдению условий договоров с клиентами;
- избегать конфликта интересов;
- принимать все возможные разумные и законные меры с целью получения от клиентов всей информации, относящейся к их положению и целям инвестирования, необходимой для исполнения обязательств перед клиентами.

Члены саморегулируемой организации не вправе злоупотреблять предоставленными им правами с целью извлечения выгоды или умаления интересов клиентов или других участников рынка ценных бумаг, при заключении сделки они не вправе злоупотреблять неосведомленностью, незнанием или неопытностью клиента.

Законность. Члены саморегулируемой организации при осуществлении профессиональной деятельности обязаны неукоснительно соблюдать требования федеральных законов, иных нормативных правовых актов Российской Федерации, документов саморегулируемой организации, а также должны способствовать всеми возможными, разумными и законными действиями соблюдению своими клиентами федеральных законов и иных нормативных правовых актов Российской Федерации.

Члены саморегулируемой организации обязаны отказаться от выполнения поручений клиентов в случае, если они противоречат федеральным законам или иным нормативным правовым актам Российской Федерации с письменным обоснованием причин отказа. Минимальная величина собственных средств членов саморегулируемой организации должна соответствовать требованиям действующего законодательства.

Приоритет интересов клиентов. При совмещении членом саморегулируемой организации деятельности дилера и брокера, сделки, осуществляемые по поручению клиентов, подлежат приоритетному исполнению по сравнению с дилерскими операциями. Член саморегулируемой организации обязан избегать любого конфликта интересов, а если это невозможно, обеспечить раскрытие информации клиенту, а также не допускать недобросовестного соблюдения и удовлетворения собственных интересов за счет ущемления прав и законных интересов клиента.



Профессионализм. Члены саморегулируемой организации должны обеспечить осуществление деятельности исключительно на профессиональной основе и не допускать к работе сотрудников, не имеющих необходимой квалификации. Они также не вправе оказывать клиентам иные услуги, не связанные с профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг, если это отрицательно сказывается на его профессиональной деятельности, не соответствует федеральным законам, иным нормативным правовым актам Российской Федерации или документам саморегулируемой организации.

Член саморегулируемой организации обязан обеспечить честность, надлежащую квалификацию и подготовленность своих сотрудников, а также иметь в распоряжении и эффективно применять ресурсы и процедуры, необходимые для осуществления профессиональной деятельности.

Независимость. Члены саморегулируемой организации при осуществлении ими профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг не должны допускать предвзятости, давления третьих лиц и/или зависимости от них, способной нанести ущерб клиентам или третьим лицам. 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.

Информационная открытость. Члены саморегулируемой организации осуществляют раскрытие информации, в том числе клиентам, о своем правовом статусе, имущественном положении и об операциях с ценными бумагами в случаях и в порядке, установленных федеральными законами, иными нормативными правовыми актами Российской Федерации или внутренними документами.

Член саморегулируемой организации обязан предпринимать все законные и разумные меры для обеспечения клиента информацией, необходимой для принятия последним решения о совершении сделки (сделок) с ценными бумагами, должен предоставлять клиенту полный и объективный отчет о выполнении своих обязательств перед этим клиентом. Он также обязан обес-



Рынок ценных бумаг

печатать возможность любых лиц ознакомиться с копией лицензии на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, заверенной в установленном порядке. Члены саморегулируемой организации должны сохранять конфиденциальность коммерческую или служебную, информацию ставшую им известной в связи с осуществлением профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, в соответствии с законодательством, иными нормативными правовыми актами Российской Федерации и внутренними документами.

Член саморегулируемой организации обязан уведомлять своего клиента о наличии аффилированности или о наличии отношений, позволяющих другим лицам определять или влиять на принимаемые им решения.

Таким образом, этическое поведение на фондовом рынке базируется на добросовестных правилах поведения, в свою очередь основанных на общепринятых правилах поведения в обществе и особенностях профессиональной сферы, закрепленных в социокультурных традициях, законодательных и иных нормативных актах, кодексах этики.



ТЕМА 5. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СУЩНОСТЬ И ОСНОВНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ЦЕННЫХ БУМАГ

Многообразие ценных бумаг обусловило разнообразие подходов к определению этой дефиниции. Ценная бумага (security или financial asset) – это документ, который является законодательно признанным свидетельством права на конкретную собственность и определяет условия, при которых инвестор может воспользоваться этим правом. Ценная бумага – официальное подтверждение права на получение в будущем доходов при соблюдении оговариваемых условий.

Ценные бумаги являются товаром на фондовом рынке, следовательно, они являются вещью, движимым имуществом, в основе которого лежит право, обособившееся от своей материальной основы (ресурса) и получившее собственную материальную форму.

Ценная бумага, соответствующая приведенным выше определениям, должна иметь в совокупности следующие фундаментальные свойства: признание государством и регулируемость; обращаемость; ликвидность; рыночность; доступность для гражданского оборота; стандартность; документальность; рискованность; доходность

Ценные бумаги должны признаваться государством, устанавливающим четкие правила выпуска и обращения, сам рынок регулироваться им. Цель деятельности государства – снижение рисков инвесторов. Так, например, каждая эмиссия ценных бумаг сопровождается регистрацией в государственных органах (в некоторых странах в саморегулируемых организациях), что уже повышает ответственность эмитентов.

Под обращаемостью понимается способность ценной бумаги покупаться и продаваться, а под ликвидностью ее способность быстро обращаться в деньги при небольших издержках на реализацию. Так, например, акции многих российских предприятий характеризуются низкой ликвидностью, так как мало находится инвесторов, желающих их приобрести. Такие акционерные общества не могут гарантировать инвесторам приемлемый доход, следовательно, вложения в них являются рискованными.

Рыночность предполагает наличие специальных рынков, на которых обращаются ценные бумаги. При этом обращаемым должен быть и сам ресурс, право на который предоставляет ценная



бумага. Так, акционерные общества, акции которых обладают низкой обращаемостью, как правило, не конкурентоспособны и на товарных рынках. Другой пример, ограничение оборота земли и недвижимости тормозит развитие ипотечного рынка.

Доступность для гражданского оборота означает, что ценная бумага может быть предметом различных гражданско-правовых сделок, таких как залог, дарение, поручение и т.д.

Стандартность ценной бумаги заключается в стандартности прав, которые она предоставляет, и в стандартности процедур обращения. Это свойство ценной бумаги позволяет значительно снизить транзакционные издержки, так как нет необходимости в индивидуальных процедурах реализации сделок. Документ фиксирует стандартные условия, поэтому независимо от того, существует бумажная форма – это документ. Документальность окончательно придает ценной бумаге материальную форму. Современные выпуски ценных бумаг обычно не оформляются в бумажном виде, а существуют в бездокументарной форме в виде записей на счетах и реестре.

Инвестиции в ценные бумаги подвержены значительному риску, который заключается в том, что инвестор может и не получить ожидаемый доход. Причем риск финансовых вложений значительно больше, чем производственных. Так, например, арест генерального директора едва ли заставит покупателей отказаться от приобретения товаров этого предприятия, но цены на его акции на какой-то период времени значительно снизятся. Даже наиболее надежные, так называемые, безрисковые ценные бумаги, содержат рыночный риск, связанный с конъюнктурными колебаниями. Риск и доходность являются фундаментальными характеристиками ценных бумаг. Именно доходность, то есть возможность получить большую сумму в будущем, как свойство ценных бумаг, привлекает к ним инвесторов.

В соответствии с Гражданским Кодексом РФ (статья 143) к ценным бумагам относятся: государственная облигация, облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, банковская сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция, приватизационные ценные бумаги и другие документы, которые законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке отнесены к числу ценных бумаг.

Мировая практика использует более расширенный перечень ценных бумаг, который все увеличивается за счет новых видов производных ценных бумаг (финансовых деривативов). Некоторые из производных ценных бумаг используются и в России,



например, опционы, фьючерсы. Основное отличие производной ценной бумаги в том, что права по ней возникают в связи с активом, лежащим в ее основе, то есть с базовым активом. К базовым ценным бумагам относятся акции и облигации.

В зависимости от права, которое предоставляет ценная бумага, они подразделяются на капитальные, долговые и имущественно-расчетные. К капитальным ценным бумагам относятся акции. Цель выпуска капитальных ценных бумаг - формирование собственного капитала акционерного общества. Долговые ценные бумаги (облигации, векселя, депозитные и сберегательные сертификаты и др.) участвуют в формировании заемного капитала. Имущественно-расчетные ценные бумаги включают товарно-распорядительные документы (закладные, коносаменты, варранты и пр.).

По субъектам прав, удостоверенных ценной бумагой, различают ценные бумаги именные, предъявительские и ордерные. Информация о владельцах именных ценных бумаг должна быть доступна эмитенту в форме реестра владельцев ценных бумаг, переход прав на них и осуществление закрепленных ими прав требуют обязательной идентификации владельца. В соответствии с российским законодательством акции могут быть только именными. Ценные бумаги на предъявителя не требуют идентификации владельца. Для перехода прав по ней достаточно вручения ценной бумаги третьему лицу. Права по ордерной ценной бумаге передаются путем совершения на этой бумаге передаточной надписи - индоссамента.

По срокам обращения выделяют краткосрочные – срок до 1 года; среднесрочные – от 1 до 5 лет; долгосрочные – свыше 5 лет. К бессрочным ценным бумагам относят инструменты, не имеющие срока погашения. Это акции, в некоторых странах государственные облигации.

В зависимости от эмитента ценные бумаги подразделяются на государственные, корпоративные и частные. К государственным ценным бумагам относят финансовые активы, выпущенные или гарантированные правительством от имени государства, как правило, это долговые ценные бумаги: облигации, векселя и другие. В российской практике эти бумаги эмитируются от имени Российской Федерации, субъекта РФ или муниципального образования. Корпоративные ценные бумаги выпускаются предприятиями и организациями. Частные ценные бумаги принадлежат гражданам (физическим лицам), ими могут быть векселя, чеки.

Ценные бумаги разделяют и по старшинству, при этом



к старшим относят такие, по которым требования владельцев удовлетворяются в первую очередь (облигации, привилегированные акции), к младшим ценным бумагам причисляют обыкновенные акции.

Размер денежной суммы, обозначенной на ценной бумаге, - ее номинальная стоимость; рыночная стоимость называется курсовой стоимостью, или курсом ценной бумаги. При ликвидации эмитента возможен возврат средств владельцу ценной бумаги полностью или частично - по ликвидационной стоимости, например, привилегированной акции.

2. Акция - именная ценная бумага, дающая право ее владельцу (акционеру) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов и части имущества, остающегося после его ликвидации. Акционер имеет право на участие в управлении акционерным обществом. Таким образом, акция – это титул собственности на имущество акционерного общества, у нее нет срока погашения, так как она выпускается на неопределенно длительный срок, пока действует само акционерное общество. Акция неделима, то есть предоставляет один голос, сколько бы человек ею не владели (по российскому законодательству). Инвестор несет ограниченную ответственность в пределах цены акции, и не несет ответственности по другим обязательствам общества. Акционеры принимают на себя риск, связанный с функционированием компании, за определенную долю её прибыли, но они также имеют право голоса при оценке качества управления компанией.

По форме дохода и объему прав выделяют привилегированные и обыкновенные акции. Привилегированная акция не дает права на участие в голосовании, кроме вопросов повестки дня, касающихся прав владельцев привилегированных акций, что определено законодательно. Основной привилегией этих акций является регулярное начисление дивидендов, причем ранее, чем по обыкновенным. Кроме того, при ликвидации общества акционеры, владеющие привилегированными акциями, получают раньше владельцев обыкновенных акций возмещение.

Акция обеспечивает акционерам два вида дохода: дивиденды и рост курсовой стоимости. Дивиденды выплачиваются эмитентом акций (то есть корпорацией) за счет полученной чистой прибыли.

Определение курсовой стоимости акций происходит в процессе ее купли-продажи на свободном рынке, акционерное общество специально не тратит средств на поддержание курса акций, однако ее цена отражает результаты всей деятельности



корпорации, что происходит на эффективном рынке. К эффективному рынку, цена акций на котором «справедлива», стремятся все национальные экономики, однако достичь даже близкого к идеальному состояния не возможно. Курс акций возрастает потому, что нераспределенная прибыль, остающаяся в компании, вкладывается в новые инвестиционные проекты, по которым ожидается высокий доход в будущем. Формально текущий курс акции определяется политикой выплаты дивидендов (или реинвестированием прибыли).

Дивиденд по привилегированной акции зафиксирован при их выпуске, обычно выплачивается и может определяться:

фиксированной суммой;

в виде определенного процента от номинальной стоимости; порядком расчета в зависимости от полученной прибыли.

Например, на выплату дивидендов по привилегированным акциям ОАО «Ростелеком» направляется 10% чистой прибыли, что зафиксировано в уставе и проспекте эмиссии. Следовательно, дивиденд, приходящийся на одну акцию, определяется как частое от деления суммы прибыли, направляемой на выплату этих дивидендов в текущем году, на количество привилегированных акций в обращении.

Разные выпуски привилегированных акций одного и того же эмитента могут различаться как номинальной стоимостью, так и предоставлять разные права (привилегии). Разновидностью привилегированных акций являются кумулятивные, по которым осуществляется накопление дивидендов за несколько лет. Как правило, в те годы, когда компания не может получить достаточной прибыли, например, осуществляя строительство нового завода, дивиденд не выплачивается, и этот факт заранее фиксируется в выпуске ценных бумаг.

В соответствии с российским законодательством доля привилегированных акций в уставном капитале общества не должна превышать 25%. При их выпуске достигаются такие цели, как:

увеличение уставного капитала и получение значительной суммы ресурсов для реализации проектов;

отсутствие необходимости возврата средств, связанных с выпуском облигаций;

сохранение контрольного влияния, отсутствие «размывания» акционерного капитала, как при выпуске обыкновенных акций.

Дивиденд по обыкновенной акции заранее не фиксируется. Его размер зависит от полученной акционерным обществом



прибыли, наличия эффективных инвестиционных проектов у компании, и устанавливается решением годового общего собрания акционеров.

В мировой практике существует большое разнообразие видов акций, в том числе обыкновенных, которые различаются не только по номинальной стоимости, но и по объему прав. Российское законодательство предусматривает, что все обыкновенные акции одного общества должны иметь одинаковую номинальную стоимость, быть именными и предоставлять одинаковый объем прав. Однако, например, в США обыкновенные акции не имеют номинальной стоимости вообще. Показателем рыночной стоимости компании является капитализация - произведение количества всех акций, находящихся в обращении, на их рыночную стоимость. Рыночная цена акций постоянно меняется, а значит, изменяется и капитализация акционерного общества.

Ликвидность акций показывает, насколько активно они торгуются. Все акции на российском рынке можно разделить на 2 группы - ликвидные акции (их еще называют «голубыми фишками», акциями первого эшелона) и все остальные акции.

3. Облигация – долговая ценная бумага: купив облигацию эмитента, инвестор становится его кредитором. Сама облигация это удостоверение займа, она не дает право на участие в управлении акционерным обществом. Соответственно, эмитенты облигаций являются заемщиками, а инвесторы кредиторами эмитента. Облигации выпускаются как именными, так и на предъявителя. Они обладают старшинством перед акциями, то есть удовлетворение требований владельцев осуществляется в более раннюю очередь. Если эмитент не выполняет обязательств по облигациям, то инвесторы могут в соответствии с законодательством взыскивать задолженность.

Эмитент обязуется выплатить держателю облигации по окончании срока ее обращения номинальную стоимость. Следовательно, эта ценная бумага характеризуется номинальной стоимостью, то есть такой суммой, которая должна быть возвращена инвестору при наступлении установленного срока погашения.

Особой чертой многих облигаций является то, что они предлагают купон с фиксированной (или легко определяемой) процентной ставкой, что дает заранее известную годовую норму прибыли. Соответственно и заемщик знает свои ежегодные расходы по заимствованию, и кредитор знает ту сумму процентных платежей, которую он будет получать каждый год. Следовательно, облигации предпочтительны для тех инвесторов, которые



желают получать регулярный фиксированный доход.

Второй вид дохода, который обеспечивает облигация – дисконт, определяемый как разница между ее номиналом и ценой продажи облигации. Специфической чертой, учитываемой при определении потенциального дохода от облигации, является то, что процентные ставки (основной компонент оценки облигации) и цены облигаций меняются в противоположных направлениях. Общее правило таково: цены облигаций растут по мере падения процентных ставок и падают по мере роста процентных ставок.

В отличие от акций облигации имеют конечный срок обращения (до погашения). Существуют различные названия периодов заимствования, которые все вместе называются сроками обращения или погашения. По ним облигации делятся на краткосрочные, среднесрочные, долгосрочные. В мировой практике принято выделять краткосрочные (чаще коммерческие) бумаги, к которым относятся заимствования от 3 месяцев до 1 года. Рынок краткосрочных облигаций обычно представляет заимствования на срок от одного года до пяти лет. Среднесрочные облигации, термин, который до недавнего времени использовался только в Великобритании и США, и представлял облигации со сроком погашения от пяти до пятнадцати лет (в Великобритании) или от двух до десяти лет (в США). Большинство других государств не привлекали средства на периоды более 10 лет (исключение составляет Швейцария, в которой существуют облигации сроком погашения до 50 лет). Германия и Япония стали выпускать облигации со сроком погашения 20 лет и больше.

Последний вид заимствований с точки зрения сроков называется долгосрочным, и этот термин используется для займов на период вплоть до тридцати лет, этот максимальный срок установлен и для государственных займов в России.

В мировой практике используются облигации, по которым срок погашения не определен. Например, в Великобритании консоли, первые из которых были выпущены в 1750 г. и которые находятся в обращении по настоящее время.

Для управления сроком обращения облигаций используют оговорку об отзыве (оферту), то есть право эмитента на досрочный выкуп (погашение) облигаций до истечения установленного для них срока обращения. Данный инструмент позволяет не только виртуально сократить срок обращения облигации, но и скорректировать ее доходность путем выкупа купонной облигации в день выплаты очередного купона по цене выше или ниже номи-



нала. Однако оферта лишает инвестора уже известного и стабильно получаемого дохода.

В зависимости от эмитентов в России наиболее широко распространены государственные облигации, облигации субъектов РФ (субфедеральные) и муниципальные облигации, корпоративные облигации.

Рынок корпоративных облигаций самый молодой и самый перспективный сегмент российского рынка облигаций. Первые публичные размещения корпоративных облигаций начались в середине 1999 года, сейчас этот рынок развивается быстрыми темпами. Доходность по корпоративным облигациям выше, чем у других эмитентов. Корпоративные облигации более надежны, чем акции, которые подвержены частым взлетам и падениям, и более доходны, чем банковские вклады. Доходность корпоративных облигаций зависит, в первую очередь, от репутации и кредитной истории эмитента.

Выпуски корпоративных облигаций строго регулируются государством. Так организация может эмитировать облигации только после полной оплаты уставного капитала и общая сумма облигационного займа не должна превышать его величину или размер специально созданного обеспечения. По российскому законодательству акционерные общества могут выпускать облигации, обеспеченные собственным залогом или залогом третьего лица. Выпуски необеспеченных облигаций возможны только после надлежащего утверждения двух годовых балансов.

4. Общепринятым для всех стран стало покрытие бюджетного дефицита и необходимых расходов на крупные государственные программы с помощью выпуска долговых инструментов. Такие выпуски входят в состав, а в большинстве стран составляют основную часть, внутреннего и внешнего государственного долга. Государство выступает на фондовом рынке как активный участник, аккумулируя с помощью рыночных инструментов средства инвесторов (в первую очередь - населения) и направляя их на финансирование национальных инвестиционных программ.

Наибольший рынок государственных облигаций – в США. Краткосрочные займы представлены казначейскими векселями, которые выпускаются с дисконтом к номинальной стоимости и не имеют купона. Среднесрочные инструменты называются казначейскими нотами (билетами), выпускаются на период от двух до десяти лет. Непосредственно казначейские облигации имеют срок обращения более десяти лет. Средне- и долгосрочные инструменты выпускаются с купоном. Именно в этих облигациях раз-



мешают свои валютные резервы большинство стран мира.

Рынок государственных ценных бумаг в России начинался с приватизационных чеков. Созданию основной торговой площадки государственных ценных бумаг – Московской межбанковской валютной биржи – способствовало форсированное развитие технологий специальной торговой системы, использующей передовую инфраструктуру.

В 1993 г. на бирже начались торги по государственным ценным бумагам. Крупный номинал ГКО-ОФЗ был ориентирован в основном на инвесторов - юридических лиц (особенно в первые годы). Благодаря высокой доходности, этот рынок быстро стал привлекательным, и не только для российских банков. С 1996 года был создан и внедрен механизм участия нерезидентов на первичном и вторичном рынках ГКО-ОФЗ, которых также привлекала высокая доходность этих инструментов, выпущенных на короткие сроки.

В начале 1996 года показатель доходности ГКО, взвешенной по всем выпускам в обращении, составлял более 100% годовых, в июне достигал 170%, что было уже крайне рискованно. К концу 1996 года доходность снизилась до 30-35%. Затраты на погашение и обслуживание долга с февраля 1996 г. устойчиво превышали доходы федерального бюджета в 1,52 раза.

Однако высокодоходный означает высокорискованный, и, конечно же «пузырь» лопнул. В 1998 г. государство отказалось платить по своим обязательствам, то есть объявило дефолт.

После новации капитализация рынка ГКО/ОФЗ снизилась в рублевом выражении почти в 2 раза, а в валютном - примерно в 10 раз. В результате на сегодняшний день вопрос об устойчивости государственного долга не стоит. Долговая политика Министерства финансов на протяжении последних лет остается консервативной.

Перечень финансовых инструментов рынка ГКО-ОФЗ определяется Министерством финансов РФ и Банком России.

Доходность субфедеральных облигаций несколько выше государственных. На этом рынке в полной мере реализуется правило: чем ниже рейтинг заемщика, тем большую доходность от него требует рынок.

5. В мировой практике обеспеченные или ипотечные облигации могут быть выпущены компанией только в том случае, если у нее есть какие-то конкретные высококачественные активы. Обычно это земля или здания. Ипотечные облигации имеют обеспечением закладные (пул закладных) и выпускаются креди-



торами, являющимися держателями закладных.

Выпуск обеспеченных облигаций обычно носит название секьюритизация частного долга, широко используется именно в ипотечном кредитовании. Банк, выдавший ипотечный кредит, продает долг ипотечным агентствам, компаниям, частным инвесторам. Таким образом, банк получает средства на выдачу новых кредитов и наращивает объемы кредитования, а инвесторы имеют стабильный доход. Облигации, которые не имеют фиксированного залога, относятся к следующей категории и могут обеспечиваться плавающим залогом. Обеспечением могут быть материальные или нематериальные активы, включая торговые марки и долгосрочные контракты, или гарантии третьих лиц.

Необеспеченные облигации будут выпускаться только в тех случаях, когда компания имеет активы (или будет их иметь в результате получения займа), которых достаточно для погашения основной суммы займа. Безусловно, кредиторы потребуют, чтобы баланс предприятия характеризовался устойчивым финансовым состоянием. Этот вид находится на еще более низком уровне качества и соответственно представляет больший риск для инвесторов.

По форме дохода облигации подразделяются на купонные и бескупонные. По купонным облигациям периодически выплачивается процент в обозначенной сумме исчисляемой от номинала облигации. Возможны два вида определения купона: фиксированный (fixed rate bond) и плавающий процент (floating rate note), на их основе составляется множество разновидностей. Выплачивают купоны обычно один - два раза в год, по некоторым выпускам ежеквартально. Конкретные параметры определяются в условиях их выпуска и гарантируются заемщиком. По бескупонным облигациям (с нулевым купоном - zero coupon bond) процент не выплачивается, и владелец получает доход при погашении облигации в виде разницы между ценой погашения и ценой приобретения, которая называется дисконтом. При первичном размещении облигаций дисконт определяется в процентах от номинальной стоимости.

Комбинация различных видов купонов и оферт позволяет создавать многочисленные виды облигаций, иногда совершенно экзотические, что присуще и российскому рынку.

Основные торги корпоративными облигациями ведутся в секции фондового рынка ММВБ, а также в секции PTC Bonds.

Для привлечения капитала с международного рынка используются так называемые между-



смотрим только два вида международных ценных бумаг: депозитарные расписки, выпускаемые на базе акций, и еврооблигации.

В общем, депозитарная расписка – это документ, удостоверяющий право их владельца в отношении базисного актива, помещенного на хранение в депозитории национального банка, который и является их эмитентом. Каждая расписка является свидетельством прав ее владельца на определенное число депонированных ценных бумаг, то есть косвенного владения акциями иностранных фирм, что характерно для производных ценных бумаг.

Депозитарные расписки были изобретены компанией Морган Гаранти (Morgan Guaranty Trust Company) в конце 1920-х годов для упрощения инвестиций американцев при размещении публичного выпуска акций знаменитого британского универсального магазина «Селфриджиз» (Selfridges) и назывались американскими депозитарными расписками. В настоящее время этот универсальный механизм, позволяющий организовать обращение ценных бумаг за пределами юрисдикции, где был проведен их выпуск, широко применяется на всех рынках. Так, например, доля этих бумаг составляет около 15% от общего объема торгов на рынке США.

Преимущества депозитарных расписок есть и для эмитентов и для инвесторов. Для эмитентов: 1) более широкие возможности для привлечения крупного финансирования за счет иностранных инвесторов; 2) в ряде случаев более низкие издержки привлечения средств; 3) повышение рейтинга от прохождения листинга на зарубежных торговых площадках и привлечения иностранных средств. Для инвесторов: 1) расширение портфеля ценных бумаг и повышение его доходности или снижение риска; 2) часто снижение издержек. Поскольку депозитарные расписки деноминированы только в свободно конвертируемых международных валютах, то значительно сокращается валютный риск при торговле этими инструментами.

Наиболее распространены Американские депозитарные расписки (АДР – American depository receipts) – АDR; европейские депозитарные расписки (ЕДР – European Depositary Receipts – EDR); глобальные депозитарные расписки (ГДР – Global Depositary Receipts – GDRs). Последние выпускаются в нескольких странах для создания возможности обращения акций иностранных компаний в этих странах.

До сих пор Морган Гаранти является крупнейшим агентом по кастодиальным услугам для АДР. Кроме этой компании еще три крупнейших глобальных депозитария – Bank of New York,



Citibank и Deutsche Bank – осуществляют выпуск основной части депозитарных расписок.

С 2006 г. в закон «О рынке ценных бумаг» введено понятие российских депозитарных расписок, что фактически означает допуск иностранных ценных бумаг на российский рынок, а для российских инвесторов – возможность законных вложений в иностранные ценные бумаги.

Облигации, размещаемые на зарубежных рынках именуется международными - international bonds. В свою очередь международные облигации делятся на еврооблигации - eurobonds и зарубежные облигации - foreign bonds.

Еврооблигации - ценные бумаги, выпущенные в валюте, являющейся иностранной для эмитента, размещаемые среди зарубежных инвесторов, для которых данная валюта так же, как правило, является иностранной. Приставка «евро» в настоящее время – дань традиции, поскольку первые еврооблигации появились в Европе, торговля ими осуществляется в основном там же, хотя рынок развит и в других финансовых центрах мира.

Более того, около 70% еврооблигаций номинировано в долларах США. Считается, что рынок еврооблигаций по объему дневных торгов является третьим в мире, после Нью-Йорка и Лондона.

Своим становлением евторынок обязан тому, что практически во всех странах существуют ограничения на операции на финансовом рынке. Чтобы обойти неудобные законы, и снизить уровень налогообложения финансисты выходят на евторынок.

Как суверенный заемщик Российская Федерация дебютировала на рынке еврооблигаций в 1996 г. с еврозаймом объемом \$1 млрд. В 2000 г. Россия реструктурировала внешние обязательства Внешэкономбанка («ВЭБовки», облигации PRIN и IAN) и выпустила 10- и 30 летние еврооблигации. После этой важной реструктуризации Российская Федерация в последующие годы активно размещает еврооблигации. Стоимость заимствования и доходность на этом рынке в значительной степени зависит от присвоенного международными агентствами рейтинга: по мере повышения рейтинга РФ, снижалась доходность российских еврооблигаций.

Среди прочих ценных бумаг дадим характеристику векселю, коммерческой бумаге, сертификатам, чекам, складскому свидетельству, коносаменту, варранту.

Вексель – самая древняя ценная бумага. Дошедшие до нас письменные образцы относятся к 14 веку. Вексельное обращение в международном праве регулируется Конвенцией от 7 июня 1930 года, устанавливающей Единый образный закон о переводном и



простом векселях. В российском праве действует Федеральный закон «О простом и переводном векселе», принятый Государственной Думой 21 февраля 1997 года, в котором дается ссылка на указанную Конвенцию.

В соответствии со ст. 143 Гражданского кодекса РФ, вексель является ордерной ценной бумагой. Вексель, имеет тройственную правовую природу: он может быть использован в качестве: средства займа, средства платежа, предмета гражданско-правовой сделки (в частности купли-продажи).

Особенности этой ценной бумаги, ее составления и обращения, изложенные ниже, составлены на основе указанных документов. Вексель – это безусловное письменное долговое обязательство установленной законом формы, выдаваемое заемщиком (векселедателем) кредитору (векселедержателю), предоставляющее последнему право требовать с заемщика уплаты к определенному сроку суммы, указанной в векселе. Он должен быть составлен только на бумаге (бумажном носителе). По векселю вправе обязываться граждане Российской Федерации и юридические лица Российской Федерации.

Ценная бумага является векселем лишь в том случае, когда содержит все необходимые реквизиты: наименование «вексель» в тексте документа; простое и ничем не обусловленное обязательство уплатить определенную сумму; наименование плательщика; указание срока платежа; указание места платежа; наименование того, кому или по приказу кого должен быть совершен платеж; указание даты и места составления векселя; подпись векселедателя.

Векселя подразделяются на простые и переводные (тратта). Простой вексель – письменное обязательство плательщика (должника) уплатить векселедержателю указанную в векселе сумму в определенный срок и в обусловленном месте. В операции с простым векселем могут участвовать только два лица: векселедатель (акцептовавший вексель), векселедержатель (получающий по векселю).

В отличие от простого в переводном векселе участвуют три лица: векселедатель (трассант); приобретатель векселя (ремитент) – векселедержатель, получающий платежи по векселю; плательщик (трассат), производящий платежи по векселю.

Обязательное для переводного векселя обозначение плательщика в простом векселе не применяется. Принятие плательщиком обязательства оплатить вексель в обусловленный срок производится путем акцепта векселя плательщиком. Вексель



может быть предъявлен векселедержателем для акцепта плательщику в любой срок, если иное не оговорено в самом векселе.

Передача векселя от одного держателя к другому производится с помощью передаточной подписи на оборотной стороне векселя – индоссамента. Индоссамент заключается в том, что простой подписью вместе с векселем другому лицу передается право на получение платежа. Для плательщика индоссированного векселя все равно, кому производить платеж, лишь бы до последнего держателя вексель дошел путем ряда последовательных индоссаментов. Индоссамент должен быть простым и ничем не обусловленным. Всякое ограничивающее его условие считается ненаписанным. Если один из индоссаментов окажется выполненным от не существующего лица или с превышением полномочий, то право требования к остальным индоссантам у векселедержателя все равно остается. Наличие подписи неуполномоченного на совершение сделки лица способно только задержать погашение векселя.

Возможность передачи векселя с помощью индоссамента расширила границы его применения, превратив вексель из орудия перевода средств в орудие платежа и далее в товар, покупаемый с целью производства им платежей.

Большое значение в векселе имеет дата оплаты:

- по предъявлению;
- во столько-то времени от предъявления;
- во столько-то времени от составления;
- на определенный день.

Векселя, содержащие иное назначение срока, считаются недействительными.

Вексель сроком «по предъявлении» оплачивается при его предъявлении, но должен быть предъявлен не позднее одного года со дня его составления. Векселедатель может установить, что такой вексель может быть предъявлен к платежу не ранее определенного срока.

В российской практике 90-х годов выпуск и обращение векселей в значительной степени были вызваны кризисом неплатежей. В настоящее время в обращении находятся в основном банковские векселя, объем которых сокращается.

Коммерческая бумага аналогична простому векселю, хотя вексель является самостоятельным инструментом, а коммерческая бумага выпускается как часть программы финансирования (то есть, как только истекает срок действия одного выпуска, тут же выпускается другой). Традиционно в мировой практике вы-



пускаются в качестве предъявительских дисконтных бумаг. Они имеют очень крупный номинал и фактически являются альтернативой краткосрочного банковского кредита, секьюритизируя банковский кредит. Эмитент является исходным заемщиком и не перекладывает свои долговые обязательства на третью сторону.

Сберегательный и депозитный сертификат – это документ кредитной организации, свидетельствующий о вкладе денежных средств и удостоверяющий право вкладчика или его правопреемника получить по истечении зафиксированного срока сумму вклада и проценты по нему. Сберегательные сертификаты выдаются физическим лицам, депозитные – юридическим. Такие сертификаты обращаются не путем купли-продажи, а через уступку требования – цессию.

Чек – ценная бумага, содержащая ничем не обусловленное распоряжение чекодателя банку произвести платеж указанной в нем суммы чекодержателю. По своей экономической сути чек близок к переводному векселю. Так же как и вексель, чек имеет только бумажную форму и строго установленные реквизиты. Нарушение хотя бы одного из реквизитов ведет к недействительности самого чека.

Чеки, дорожные чеки, а также сберегательные и депозитные сертификаты имеют ограниченное обращение на рынке.

Следующие два вида ценных бумаг обслуживают товарно-денежный оборот. Складское свидетельство – документ, выдаваемый хранителем владельцу, о приеме его товара на склад. Простое складское свидетельство – это ценная бумага на предъявителя и состоит из одной части. Двойное складское свидетельство состоит из двух частей – складского свидетельства и залогового свидетельства (варранта), которые могут обращаться отдельно. Обращаются в основном варранты как ордерные ценные бумаги.

Коносамент – документ стандартной формы, выдаваемый перевозчиком отправителю груза, свидетельствующий о принятии товара и дающий право на распоряжение и получение груза. Обращение коносамента осуществляется на основе торговых сделок с товаром, который он представляет. Коносаменты подразделяются по видам транспорта. Как ценная бумага – могут быть именными, на предъявителя, при этом являясь ордерными.

Варрант – этот гибридный финансовый инструмент, который очень похож на опцион колл. Варрант дает покупателю право, но опять же не обязанность, приобрести определенный базовый инструмент по установленной цене (в этом случае она называется «ценой подписки» в отличие от терминов «цена ис-



полнения» или «страйк» для опционов) в определенные сроки до даты экспирации или в эту дату.

Основная разница между опционами и варрантами состоит в следующем: варранты выпускаются компанией, у которой в уставе должно быть зафиксировано достаточное количество объявленных акций, а опционы создаются решением сторон сделки, например, биржей.

Варранты обычно действуют примерно до пяти лет, а опционы – часто только 9 месяцев реже до двух лет.

Другой вид гибридных ценных бумаг – конвертируемые облигации. Эти продукты выпускаются эмитентом как облигации, но они имеют опцион (не требующий дополнительной оплаты) на обмен этих облигаций на другой вид ценных бумаг (как правило, обыкновенные акции). Такой обмен осуществляется при определенных условиях, указанных в выпуске конвертируемых облигаций.



ТЕМА 6. ПРОИЗВОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

К производным инструментам относятся любые ценные бумаги, цена которых внутренне зависит от цены другой ценной бумаги. Это означает, что эти инструменты не могли бы существовать при отсутствии базового инструмента (или индекса), из чего следует, что если по какой-либо причине прекратится торговля базовым инструментом, прекратится и обращение производного.

Ранее рассматривались депозитарные расписки, которые являются производными инструментами в том смысле, что исходные ценные бумаги являются собственностью депозитария, который затем выпускает свои собственные расписки для покупателей о том, что они имеют право пользоваться выгодами от этих ценных бумаг. За исключением разницы из-за изменения курса валюты, цена на эти расписки меняется в зависимости от изменения цены на базовые ценные бумаги. Однако депозитарные расписки не являются срочными финансовыми инструментами.

На практике наиболее используемыми срочными производными ценными бумагами являются форварды, фьючерсы, опционы (а также новые деривативы, разработанные в основном для рынка США).

Форварды – это обязательные для выполнения соглашения либо на принятие (покупку), либо на осуществление поставки (продажу) базового инструмента по цене, оговоренной в данный момент для поставки в какое-то время в будущем. Цена такого срочного соглашения зависит от размера процентов, которые могли бы быть начислены на использованные деньги (цена на начало) до даты расчетов. Эти цены называются форвардными. Форварды – внебиржевые продукты в отличие от фьючерсов.

Фьючерсные контракты (futures contract) обращаются на биржах. Следовательно, они являются стандартными как по условиям поставки, так и по базисному активу. Их суть такая же, как и у форвардов: по окончании срока действия контракта должна произойти поставка базового актива по установленной заранее цене. Роль организатора торгов заключается, в первую очередь, в том, чтобы обеспечить исполнение этого обязательства, что достигается путем внесения обеими сторонами сделки специального залога – маржи (начальная маржа), которая устанавливается биржей в фиксированном размере на один фьючерсный контракт,



как правило, в размере от 5 до 30% его полной стоимости. В случае, если одна из сторон не выполняет своих обязательств, маржа используется для компенсации убытка другой стороне.

Следовательно, фьючерсный рынок предоставляет участникам такое преимущество, как бесплатное кредитное плечо (финансовый рычаг или леверидж), благодаря которому прибыли и убытки многократно усиливаются. Наличие рычага во фьючерсной торговле объясняется тем фактом, что только небольшая сумма денег (начальная маржа) требуется для того, чтобы купить или продать фьючерс. Правилами торговли фьючерсами устанавливается не только начальная маржа, но и минимальная маржа, то есть такая величина залога, ниже которого средства клиента не должны опускаться. Изменения состояния счета клиента, владеющего фьючерсом, происходят в результате изменения цен на базовый актив и, соответственно, формируется разница между ценой спот и ценой фьючерса, которая называется вариационной маржей.

Продавца фьючерса (чаще намеренного продать реальный актив) называют «коротким» хеджером (short hedger) или говорят, что он занимает «короткую» позицию. Покупатель фьючерса становится в «длинную» позицию и называется «длинным» хеджером (long hedger).

Поставка реального актива по фьючерсному контракту часто не производится. За срок его обращения заключается такая же противоположная (офсетная) сделка, то есть фьючерс выкупается, если был продан, и продается, если фьючерсный контракт был куплен. Таким образом закрывается позиция и осуществляется выход с рынка. При этом происходит расчет позиций продавцов и покупателей и соответствующее перечисление денежных средств за счет маржи.

Фьючерсные контракты имеют также установленную дату исполнения (срок истечения обращения контракта). Одновременно обращаются фьючерсы на одни и те же акции, но с разными сроками исполнения, что имеет значение для проведения различных стратегий с этими фьючерсами. Инвесторы, реализующие спекулятивную стратегию, могут получить прибыль на основе колебаний цен на акции без непосредственной купли-продажи самих акций; другие инвесторы, стремящиеся избежать риска колебаний цен, осуществляют стратегию хеджирования.

Особым видом является фьючерс на индекс фондового рынка - это контракт, который заключается на значение какого-либо индекса, рассчитываемого на рынке. То есть базисным



активом являются уже не акции, как в случае фондового фьючерса, а индекс, и предметом торгов становится значение индекса. Котировки индексных фьючерсов выражаются не в рублях (и не в долларах), как фьючерсы на акции, а в пунктах (как и сам индекс). Сделку с фьючерсом на индекс можно трактовать как сделку на пакет ценных бумаг, входящих в расчет индекса. Индексные фьючерсы используются не только для спекуляций на значениях индекса, но и для хеджирования ценных бумаг, входящих в расчет этого индекса.

Следующая группа производных продуктов - это опционы (option). Опционный контракт дает своему покупателю (или держателю) право, но не обязанность, купить (CALL - колл) или продать (PUT - пут) базовый актив по заранее согласованной цене страйк (или цене исполнения) к заранее определенной дате (американский опцион) или только в такую дату (европейский опцион) при оплате премии (цена опциона) продавцу (надписателю) опциона. Таким образом, цена исполнения опциона (цена базового актива) называется страйк, а цена самого опциона – премия. При заключении контракта цену опциона независимо от его вида всегда уплачивает покупатель опциона его продавцу в качестве вознаграждения за право в дальнейшем исполнить этот опцион.

Обязательство по выполнению условий контракта несет продавец опциона, но только держатель имеет право решать, будет ли исполняться контракт. Поэтому главное отличие опциона от фьючерса для их держателя заключается в том, что фьючерс – это обязательство, а опцион – это право. С одной стороны, покупатель опциона защищен от значительных убытков, а с другой – имеет возможность получить практически неограниченную прибыль.

Обычно для биржевых продуктов предлагается не только ряд сроков окончания действия (экспирации), но и спектр цен исполнения. То есть цены исполнения также стандартны и устанавливаются биржей для каждого вида опционного контракта. Следовательно, конструкция опциона предполагает выбор не одной, а сразу двух цен. Участник торгов сначала определяет опцион с подходящей ему ценой исполнения, а затем в процессе биржевых торгов определяется цена самого опциона (премия).

На фондовых рынках многие опционы основаны не на базовом активе, а на фьючерсном контракте на этот базовый актив – именно этот фьючерс и подлежит поставке. Для упрощения понимания такой, казалось бы, сложной конструкции – опцион на фьючерс – фьючерс надо рас-



актив, цена которого подвержена колебаниям.

Опционы – гораздо более сложные инструменты для оценки, чем фьючерсы. Разнообразны факторы, влияющие на цену опционов (премию), разработано множество моделей, описывающих ее поведение. Наиболее часто используется формула Блэка-Шоулза.

Как уже указывалось, из фьючерсов и опционов в зависимости от предпочтений инвестора составляются определенные стратегии. Число опционных стратегий, которые могут применяться на практике, исчисляется десятками.

Однако все они основываются на четырех базисных подходах, содержащих открытие одной опционной позиции, то есть простая покупка или продажа опциона колл или пут:

- купить опцион колл;
- продать опцион колл;
- купить опцион пут;
- продать опцион пут.

На фьючерсных и опционных рынках используется специальная терминология, значительно отличающаяся от терминологии основных инструментов рынка капитала, хорошо развит математический аппарат. Поэтому работа на этих рынках требует особых знаний и навыков.



ТЕМА 7. ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ И ЕГО ХАРАКТЕРИСТИКА

Содержание эмиссии ценных бумаг

Эмиссия ценных бумаг – установленная законом последовательность действий эмитента по размещению эмиссионных 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 и частные лица, несущие от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных ценными бумагами. Эмитентами могут быть акционерные общества, коммерческие предприятия других организационно – правовых форм, коммерческие банки, управляющие компании, государство в лице исполнительных органов власти.

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 паевых инвестиционных фондов могут выпускать инвестиционные паи. Товарораспорядительные ценные бумаги выпускают отдельные компании: коносаменты – компании - грузоперевозчики, складские свидетельства – товарные склады.

Государство в лице органов государственной власти может выпускать от имени Российской Федерации – федеральные государственные ценные бумаги, от имени субъектов РФ – государственные ценные бумаги субъектов РФ, муниципальные образования выпускают муниципальные ценные бумаги.

Эмиссия ценных бумаг может осуществляться в форме:

– частного размещения, с регистрацией выпуска, но без публичного объявления о нем, без подготовки проспекта эмиссии и его регистрации, без рекламы и раскрытия информации, содержащейся в отчете об итогах выпуска.

– открытой продажи, т.е. с регистрацией выпуска и



проспекта эмиссии ценных бумаг, раскрытием информации.

Источниками оплаты акций могут являться финансовые ресурсы, имеющиеся в распоряжении предприятия, дополнительные взносы инвесторов, ранее размещенные облигации и другие, конвертируемые в акции ценные бумаги, переоценка основных фондов.

Эмиссия ценных бумаг осуществляется эмитентами для решения следующих задач:

- формирование первоначального уставного капитала при учреждении акционерного общества;
- изменение величины уставного капитала акционерного общества;
- консолидация или дробление ранее выпущенных ценных бумаг;
- реорганизация акционерного общества или иных форм юридических лиц (при преобразовании в акционерное общество);
- изменение объема прав, предоставляемых ранее выпущенными ценными бумагами хозяйственного общества;
- пополнение собственного капитала (привлечение незаёмных инвестиций);
- привлечение заёмных инвестиций.

Целью эмиссии ценных бумаг для компаний является привлечение внешних источников финансирования, поэтому каждый раз, прежде чем организовывать 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.

Для российских предприятий наиболее распространенными источниками внешнего финансирования являются заёмный и акционерный капитал.

Заёмный 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 яв-



ляются 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, необходимых 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 удастся 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 обязательств известны заранее.

К недостаткам привлечения компаниями ресурсов путем эмиссии облигаций в российской практике, 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 др.

Среди положительных аспектов привлечения средств путем выпуска долевых ценных бумаг в виде публичного размещения акций можно выделить то, что появляется возможность привлечения стратегических инвесторов, нацеленных на долгосрочное сотрудничество, которые могут привнести в бизнес свой опыт и новые идеи, вывести компанию на новые рынки и каналы сбы-



та продукции. Такая эмиссия дает возможность получения реальной оценки рыночной стоимости ценных бумаг и др.

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 возможности смены руководства компании, требует выполнения строгих правил по раскрытию информации и др.

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.

Расходы на проведение эмиссии складываются из расходов на подготовку и выпуск проспекта эмиссии, рекламу, объявления и раскрытие информации, комиссионные за размещение ценных бумаг через посредника - андеррайтера, брокерские операции, расходы на обработку заявлений на акции и распределение акций, оплаты государственных пошлин и предварительных расходов (например, юридическое оформление выпуска).

Доход от проведения эмиссии называется эмиссионным доходом. Эмиссионный доход у эмитента образуется как разница между стоимостью имущества, поступившего в счет оплаты ценных бумаг, в том числе денежными средствами, и их номинальной стоимостью при первичном размещении. Согласно российскому законодательству эмиссионный доход может формироваться только у акционерных обществ (ФЗ «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ). Для иных организаций появление эмиссионного дохода нормативными документами не предусмотрено. При формировании уставного капитала акционерного общества путем размещения акций (как при первичной эмиссии, так и при последующих эмиссиях акций при увеличении уставного капитала) сумма разницы между фактической ценой размещения и номинальной стоимостью акций рассматривается как эмиссионный доход и не подлежит включению в налогооблагаемую базу по налогу на прибыль.

Выпуск ценных бумаг регулируется законодательными и



нормативными актами. Основными правовыми актами, регулирующими эмиссию ценных бумаг в Российской Федерации являются Федеральные законы.

Закон "Об акционерных обществах" № 208-ФЗ определяет порядок создания и правовое положение открытых и закрытых акционерных обществ, общие положения по выпуску, размещению и отчуждению ценных бумаг акционерными обществами, основные требования по раскрытию информации и защиты прав акционеров.

Закон "О рынке ценных бумаг" № 39-ФЗ регулирует отношения, возникающие при эмиссии и обращении эмиссионных ценных бумаг, порядок и процедуру выпуска и регистрации ценных бумаг, способы их размещения и обращения. Среди прочих законодательных и нормативных актов в разной мере имеющих отношение к регулированию процедур эмиссии следует выделить закон "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг" от 05.03.1999 N 46-ФЗ, Постановления ФСФР. В частности, постановлением ФКЦБ РФ от 11.11.98 N 47 определены «Стандарты эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссий». В этом документе наиболее подробно описаны процедуры выпуска и государственной регистрации эмиссионных ценных бумаг и содержатся подробные требования, предъявляемые к структуре и содержанию проспекта эмиссии и других регистрационных документов.

Порядок эмиссии ценных бумаг

Весь процесс эмиссии ценных бумаг делится на отдельные этапы. Каждый этап имеет свои особенности и регламентирован законом.

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.

Принятие решения о размещении ценных бумаг. 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.

К решению обязательно прилагается описание или образец-сертификат. Решение составляется в трех экземплярах и предоставляется в федеральную службу по финансовым рынкам или иной уполномоченный регулирующий орган, при этом один экземпляр отдается регистратору и третий остается у эмитента.

Подготовка проспекта эмиссии. Основное назначение проспекта эмиссии - являться 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 эмиссии ценных бумаг и в от-



чете об итогах их выпуска.

Проспект ценных бумаг - это документ, который содержит подробную информацию об эмитенте, его финансовом состоянии, выпущенных и выпускаемых ценных бумагах. В проспекте эмиссии содержится следующая информация:

- сведения о лицах, входящих в состав правления эмитента;
- краткие сведения об объеме, сроках и порядке размещения;
- информация о финансово-экономическом состоянии эмитента. Факторы риска эмитента (риски, возникающие в результате размещения ценных бумаг);
- общая информация об эмитенте (история эмитента, взаимоотношения с другими предприятиями, планы будущей деятельности, участие в других предприятиях и т.д.);
- подробные сведения о лицах, входящих в состав управления;
- бухгалтерская отчетность;
- подробные сведения о порядке и условиях размещения.

Эмиссия любых эмиссионных ценных бумаг в Российской Федерации, также как и в мировой практике, подлежит процедуре государственной регистрации, а в определенных случаях – и процедуре регистрации проспекта эмиссии. Государственная регистрация выпуска ценных бумаг должна сопровождаться регистрацией их проспекта эмиссии, в следующих случаях:

- в случае открытой подписки на ценные бумаги;
- во всех остальных случаях, если число приобретателей ценных бумаг превышает 500.

Государственная регистрация выпуска - это присвоение ценным бумагам государственного регистрационного кода. Государственная регистрация выпусков эмиссионных ценных бумаг осуществляется федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг или иным регистрирующим органом, определенным федеральным законом (далее - регистрирующий орган).

Государственная регистрация выпуска эмиссионных ценных бумаг осуществляется на основании заявления эмитента. К заявлению о государственной регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг прилагаются решение о выпуске ценных бумаг, документы, подтверждающие соблюдение эмитентом требований законодательства Российской Федерации. Регистрирующий орган обязан осуществить государственную регистрацию выпуска эмис-



сионных ценных бумаг или принять мотивированное решение об отказе в государственной регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг в течение 30 дней с даты получения документов, представленных для государственной регистрации.

После принятия решения о выпуске, подготовки проспекта эмиссии и иных необходимых документов, эмитент подает их в регистрирующий орган для процедуры государственной регистрации. Регистрирующими органами в России являются Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг и ее региональные отделения, а также иные органы государственной власти. Так, например, государственную регистрацию акций и облигаций коммерческих банков осуществляет Банк России.

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.13

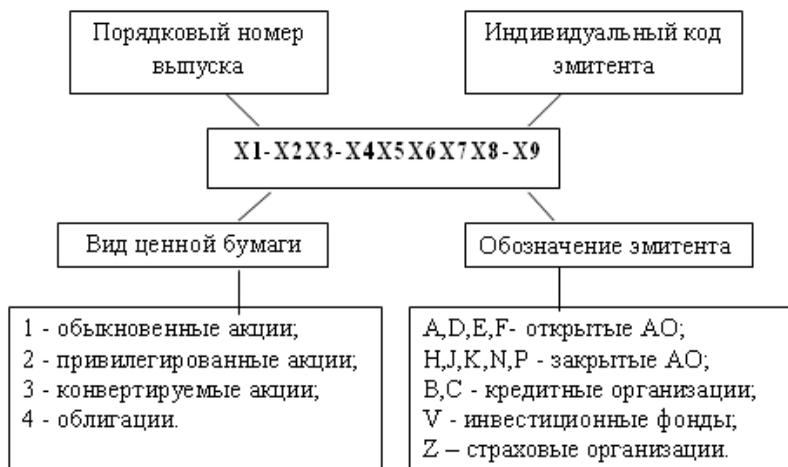


Рисунок 13. Структура государственного регистрационного номера выпуска ценных бумаг

Например, такой регистрационный номер как 1-07-00155-A обозначает обыкновенные акции седьмого выпуска открытого акционерного общества, которому присвоен уникальный индивиду-



дуальный 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, 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.

Регистрирующий орган вправе провести проверку достоверности сведений, содержащихся в документах, представленных для государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

При государственной регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг ему присваивается индивидуальный государственный регистрационный номер. Порядок присвоения государственных регистрационных номеров выпусков эмиссионных ценных бумаг и аннулирования индивидуальных номеров (кодов) дополнительных выпусков эмиссионных ценных бумаг устанавливается федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Регистрирующий орган отвечает только за полноту информации, содержащейся в документах, представленных для государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

Ценные бумаги могут выпускаться в документарной и бездокументарной форме. Изготовление сертификатов ценных бумаг осуществляется только при документарной форме выпуска. 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.

Раскрытие информации содержащейся в проспекте. По-



сле государственной регистрации выпуска эмитент получает право размещать ценные бумаги. Этому предшествуют следующие действия эмитента. Если был зарегистрирован проспект эмиссии, то эмитент обязан раскрыть всю информацию, которая содержится в проспекте эмиссии для всех желающих, независимо от цели получения такой информации. Размещать бумаги можно начинать не ранее чем через две недели после раскрытия информации. Сделано это для того, чтобы потенциальный инвестор, имея всю необходимую информацию, мог сделать 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.

Размещение (ценных бумаг) — этап эмиссии ценных бумаг, на котором происходит совершение сделок, направленных на отчуждение ценных бумаг их первым владельцам. Размещение ценных бумаг — это их отчуждение путем совершения гражданско-правовой сделки.

Для эмитента этот этап является очень важным — ведь именно при продаже ценных бумаг деньги от такой продажи поступают на счет эмитента. 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.

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

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.

Выделяют также публичное размещение ценных бумаг - размещение ценных бумаг путем открытой подписки, в том числе размещение ценных бумаг на торгах фондовых бирж и иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг.

При публичном размещении ценных бумаг эмитент должен не только зарегистрировать проспект эмиссии, но и представить потенциальным инвесторам всю информацию, содержащуюся в проспекте эмиссии, провести аудиторскую проверку и опубликовать баланс и сведения о прибылях и убытках, провести рекламную кампанию.

При закрытом (частном) размещении не нужно давать о нем публичное объявление, проводить рекламную кампанию, регистрировать и публиковать проспект эмиссий, 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 подписке.

Технически, отчуждение ценных бумаг осуществляется путем:

– внесения приходных записей по счетам первых владельцев в регистраторе и/или депозитарии (в случае размещения



именных ценных бумаг);

- внесения приходных записей по счетам депо первых владельцев в депозитарии (в случае размещения документарных облигаций с обязательным централизованным хранением);

- выдачи сертификатов документарных облигаций их первым владельцам (в случае размещения документарных облигаций без обязательного централизованного хранения).

При эмиссии ценных бумаг, размещаемых одним из следующих способов, размещение происходит одновременно:

- при учреждении акционерного общества,
- путем распределения среди акционеров,
- путем конвертации при изменении номинальной стоимости, при изменении прав, при консолидации и дроблении.

При закрытой подписке размещение ценных начинается после государственной регистрации дополнительного выпуска ценных бумаг, а при открытой подписке - не ранее истечения двух недель с момента публикации сообщения о государственной регистрации дополнительного выпуска ценных бумаг в периодическом печатном издании, и продолжается до истечения наименьшего из следующих сроков:

- одного года после начала размещения;
- срока, указанного в решении о дополнительном выпуске ценных бумаг;
- размещения последней из размещаемых ценных бумаг.

Регистрация отчета об итогах выпуска. Отчет должен быть предоставлен не позднее 30 дней после размещения выпуска. Даже на этом этапе выпуск может быть признан как несостоявшимся (например, если не размещено необходимое количество) или недействительным (например, нарушены требования по размещению ценных бумаг).

Отчет об итогах выпуска содержит:

- 1) объем выпуска;
- 2) даты начала и окончания размещения;
- 3) фактическую цену размещения;
- 4) общий объем эмиссионного дохода.

Процесс размещения ценных бумаг должен продолжаться не более 1 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 зарегистриро-



вано. Но даже если бумаги пользуются повышенным спросом, эмитент не может разместить их больше, чем было зарегистрировано. Только после регистрации отчета эмиссия ценных бумаг может считаться завершённой, однако в случае эмиссии с регистрацией проспекта эмиссии эмитент должен также раскрыть всю информацию, содержащуюся в отчете об итогах выпуска ценных бумаг.

Этим 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 деятельности эмитента.

Сущность и виды андеррайтинга на рынке ценных бумаг

Андеррайтинг (в значении, принятом на фондовом рынке) - это покупка или гарантирование покупки ценных бумаг при их первичном размещении для продажи публике.

Андеррайтер (в значении, принятом на фондовом рынке) - инвестиционный институт или их группа, обслуживающая и гарантирующая первичное размещение ценных бумаг, осуществляющая их покупку для последующей перепродажи частным инвесторам. В этом качестве он принимает на себя риски, связанные с неразмещением ценных бумаг.

Таким образом, андеррайтинг ценных бумаг (термин, принятый повсеместно в международной практике) - является основной задачей, основной функцией инвестиционной компании, как это определено российскими законодательными актами.

Функции инвестиционной компании, как андеррайтера отражены в табл. 8



Таблица 8

Функции инвестиционной компании – андеррайтера

Подготовка эмиссии	Распределение	Послерыночная поддержка	Аналитическая и исследовательская поддержка
содействие в реорганизации компаний	выкуп части или всей суммы эмиссии	поддержка курса ценной бумаги на вторичном рынке (обычно в течение года)	контроль динамики курса ценной бумаги и факторов, на него влияющих
конструирование эмиссий совместно с эмитентом, юридическими фирмами, инвестиционными консультантами	прямое распределение эмиссии (продажа непосредственно инвесторам)		
оценка эмитента	продажа через эмиссионный синдикат		
оценка эмитируемых ценных бумаг	гарантирование рисков		
установление связей между эмитентом и ключевыми инвесторами, членами синдиката по распространению ценных бумаг	поддержка курса ценной бумаги на вторичном рынке в период первичного размещения		

Андеррайтинг на рынке ценных бумаг может осуществляться синдикатом андеррайтеров, то есть группой инвестиционных банков и/или инвестиционных компаний, создаваемой на непродолжительное время для того, чтобы обеспечить продажу нового выпуска ценных бумаг по цене, установленной в предварительном соглашении. Синдикат андеррайтеров возглавляет ведущий андеррайтер. Ведущий андеррайтер организует синдикат по размещению ценных бумаг, поддерживает контакты с эмитентом и ведёт учёт размещённых бумаг.

Виды андеррайтинга. Российские нормативные акты ("Положение о выпуске ценных бумаг и фондовых биржах в РФ", - постановление Правительства РФ от 28 декабря 1991г. N78) дают



возможность для развития международно признанных видов андеррайтинга (табл.9).

Таблица 9

Характеристика наиболее распространенных видов андеррайтинга.

андеррайтинг "на базе твердых обязательств"	андеррайтинг "на базе лучших усилий"
<p>В этом случае по условиям соглашения с эмитентом андеррайтер несет твердые обязательства по выкупу всего или части выпуска по фиксированным ценам. В первом случае, даже если часть выпуска окажется невостребованной первичными инвесторами, то андеррайтер обязан ее приобрести, принимая тем самым финансовые риски размещения ценных бумаг.</p> <p>Если же момент первичного размещения по фиксированным ценам совпадает с резким понижением курсов на вторичном рынке (как это было на международных рынках в октябре 1987г.), то андеррайтер способен понести огромные курсовые потери.</p>	<p>В этом случае по условиям соглашения с эмитентом андеррайтер не несет никаких обязательств по выкупу нераспространенной части эмиссии. Тем самым финансовые риски, связанные с неразмещением части ценных бумаг, полностью ложатся на эмитента.</p> <p>Нераспроданная часть эмиссии возвращается эмитенту.</p> <p>Обязательством андеррайтера является приложить все максимальные, лучшие усилия для размещения ценных бумаг, однако, финансовой ответственности за конечный результат андеррайтер не несет.</p>

Как следует из табл., принимая на себя твердые обязательства, андеррайтер обязуется приобрести все ценные бумаги, предлагаемые для первичного публичного размещения, и перепродать их. Весь риск продажи ложится на андеррайтера. Андеррайтер «твердого обязательства» гарантирует эмитенту получение выручки от продажи ценных бумаг эмитентом, так как фактически приобретает ценные бумаги у эмитента, даже если кроме андеррайтера не нашлось больше желающих купить ценные бумаги эмитента.

Андеррайтинг на базе «лучших усилий» предполагает продажу максимально возможного числа ценных бумаг нового выпус-



ка без финансовой ответственности. Андеррайтер снимает с себя часть риска в случае, когда часть ценных бумаг продать не удастся.

Андеррайтинг "стэнд-бай". При этой форме андеррайтер обязуется выкупить для последующего размещения часть эмиссии, которая предназначалась для реализации подписных прав и осталась невыкупленной старыми акционерами или теми, кто приобрел у них подписные права.

Андеррайтинг на принципах "все или ничего" означает, что действие соглашения по андеррайтингу прекращается, если андеррайтеру не удастся распределить всю эмиссию.

Договорной андеррайтинг. При этой форме андеррайтинга ценовые условия эмиссии (цена выпуска акций у эмитента, спред между указанной ценой и ценой, по которой размещает эмиссию синдикат) устанавливается на основе переговоров между эмитентом и единственным менеджером синдиката.

Конкурентный андеррайтинг. При этом виде андеррайтинга подготовку эмиссии на конкурентных началах ведут несколько андеррайтеров (инвестиционных компаний - в российской терминологии), каждый из которых формирует свои ценовые условия, эмиссионные синдикаты и т.д. Эмитент выбирает андеррайтера по конкурсу заявок на проведение андеррайтинга, обычно ориентируясь на лучшие ценовые и иные условия. Например, если андеррайтер А при прочих равных предлагает установить цену выкупа ценных бумаг у эмитента по 10 тыс. рублей, а андеррайтер Б - по 9,5 тыс. рублей, то естественно, эмитент (обычно известное, находящееся в хорошем финансовом положении предприятие) предпочтет андеррайтера А. Никаких правовых ограничений для применения конкурентного андеррайтинга в российской практике нет.

Особенности андеррайтинга и работы инвестиционных компаний в российской практике. Недостаточная капитализация финансовых посредников, неуверенность в ликвидности и будущей динамике курса ценных бумаг эмитента приводит к преимущественному применению андеррайтинга "на базе лучших усилий" или "с отложенным выкупом" (т.е. выкупом ценных бумаг эмитента по мере реализации их инвестиционной компанией - публике). Эмиссионные синдикаты не формируются, эмитенты работают чаще всего с отдельными инвестиционными компаниями, не связанными друг с другом.

Требование первичного размещения акций по единой цене затрудняет формирование ин-



ны которых - в силу неравенства обязательств и рисков, которые они приняли на себя в отношении выкупа ценных бумаг у эмитента, должны приобретать у последнего ценные бумаги по разной цене, извлекая и разную прибыль при перепродаже их инвесторам по цене синдиката. Часто крупнейший эмитент сам выступает в роли организатора и менеджера эмиссионного синдиката, диктуя при этом финансовым посредникам свои условия или используя в качестве членов "синдиката" дочерние фирмы.

Значительно большая доля эмиссии (нежели чем в международной практике) размещается эмитентами напрямую, через свои фондовые отделы, без помощи финансовых посредников, отсутствует конкурентный андеррайтинг. В российской практике 40-60% размещения ценных бумаг осуществляется через филиалы компании, 20% выпуска - через центральный аппарат (прямые контакты руководства банка с инвесторами), 20% выпуска - через инвестиционные компании и банки, которые в российской практике обладают правом заниматься андеррайтингом.

Для первичного размещения могут использоваться фондовые биржи, что исключено на развитых фондовых рынках, размещение осуществляется большей частью в пределах регионального рынка.



ТЕМА 9 .ОСОБЕННОСТИ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФОНДОВОЙ БИРЖИ

Фондовая биржа – это организация, деятельность которой заключается в обеспечении функционирования рынка по купле-продаже ценных бумаг. Ценными бумагами, обращающимися на фондовой бирже, могут являться акции предприятий, банковские и корпоративные облигации, паи инвестиционных фондов и прочие финансовые инструменты.

Фондовая биржа обеспечивает нормальные условия обращения ценных бумаг, определяет их рыночную стоимость, регулярно информирует участников рынка об изменениях стоимости (котировках) ценных бумаг, предоставляет им необходимые инструменты и сервисы для проведения анализа состояния рынка и совершения операций купли-продажи ценных бумаг.

Фондовые биржи существуют очень давно. Первые ценные бумаги появились еще в средние века и вскоре начали широко применяться в качестве действенного финансового инструмента. Уже в XVII веке появились первые фондовые биржи – в Амстердаме и Лондоне, а к концу XIX века они получили распространение практически во всех странах Европы. Также в это время были открыты крупнейшие фондовые биржи в Нью-Йорке и Токио. Исторически первые фондовые биржи были привязаны к определенному месту, на котором до этого осуществлялась неорганизованная торговля ценными бумагами, то есть такие биржи размещаются в отдельном здании, в котором и проходят реальные торги. Современные фондовые биржи могут существовать и исключительно в электронной форме, как, например, NASDAQ – известная фондовая биржа, торгующая акциями высокотехнологичных компаний.

Фондовая биржа имеет большое значение для экономики страны. Она позволяет путем биржевого ценообразования обеспечивать необходимую концентрацию и перераспределение свободных денежных средств между различными компаниями и отраслями экономики, поддерживают сбалансированность рынка ценных бумаг, воздействуя на экономические процессы в стране. Эффективность такого воздействия напрямую зависит от величины акционерного капитала в стране и его доли в производстве валового национального продукта.

Биржевому рынку обычно присущи следующие черты:

- наличие утвержденных правил торговли, расчетов и по-



ставки активов;

- существование организации, руководящей работой рынка;
- концентрация спроса и предложения во времени и в пространстве;
- регулирование со стороны государства и общественных организаций работы рынка.

Классификацию рынков, составляющих фондовую биржу, можно провести по следующим параметрам:

- по видам ценных бумаг;
- по видам сделок;
- по технологиям.

По видам ценных бумаг рынки делятся на:

- рынок акций;
- рынок облигаций;
- рынок варрантов, подписных прав;
- рынок производных ценных бумаг, в том числе:
- рынок опционов на ценные бумаги и фондовые индексы
- рынок фьючерсов на ценные бумаги и фондовые индексы.

Опционные и фьючерсные биржевые рынки могут существовать в качестве:

- структурных подразделений традиционных фондовых бирж (фьючерсные и опционные секции);
- дочерних институтов традиционных фондовых бирж (Франкфурт, Мельбурн);
- самостоятельных опционных и фьючерсных бирж (например, Чикаго).

По видам сделок, осуществляемых на рынках, они делятся следующим образом:

- рынок регулярных сделок;
- рынок кассовых (спот) сделок;
- рынок срочных (форвардных) сделок.

Регулярные сделки — полный расчет по ним (сверка, перемещение ценной бумаги и денежный расчет) должен произойти в обычные сроки (например, $T+3$, $T+5$ и т. д., где T — день совершения сделки). Например, для Нью-йоркской фондовой биржи такие сделки совершаются по формуле $T+5$.

Кассовые (спот) сделки по ценным бумагам — полный расчет по ним должен произойти в день заключения сделки.

Срочные (форвардные) сделки (основа спекулятивной игры)



— полный расчет по ним должен произойти на определенную дату в будущем (при том, что цена финансового инструмента определяется в момент заключения сделки).

По технологиям рынки делятся на:

- компьютерный рынок;
- рынок традиционных торгов на основе "открытого выкрика".

Компьютерная биржа — это компьютерные торговые системы, позволяющие (с присутствием клиента или без такового на биржевой площадке) вводить приказы на покупку-продажу ценных бумаг, распространять среди участников рынка информацию о введенных поручениях, осуществлять автоматический аукцион — свод приказов на покупку и продажу с совпадающими ценовыми заявками, устанавливать цену исполнения сделки. Например, такие системы принимают BOSS (Франкфуртская фондовая биржа), CATS (Торонто), TORES (Токийская фондовая биржа), C.A.C. (Парижская фондовая биржа).

С точки зрения правового статуса существует несколько типов бирж:

- публично – правовые;
- частные;
- смешанные.

Публично-правовые биржи непрерывно контролируются государством, которое и участвует в составлении правил биржевой торговли и контролирует их выполнение, и обеспечивает порядок на бирже, и назначает биржевых маклеров, отстраняет их от работы, etc. Такой тип бирж характерен, например, для Германии и Франции, Бельгии, Голландии.

Частные биржи создаются, как правило, в форме акционерных обществ и обладают полной самостоятельностью в рамках действующего в стране законодательства. Государство прямо не влияет на деятельность бирж, но при этом оно и не выступает гарантом стабильности биржевой торговли. Такой тип бирж характерен для Англии и США.

Смешанные биржи - это промежуточный вариант, при котором биржи создаются в форме акционерных обществ, но при этом государство обладает контрольным пакетом акций биржи и может непосредственно участвовать в ее управлении. В России биржи исторически относились к первому типу, находящемуся под контролем или в ведении специальных государственных органов управления, однако в начале 90-х годов было принято решение придать биржам статус частно- правового института, в дея-



тельности которого велика роль самоорганизации и самоуправления.

С точки зрения организационно – правовой формы биржи могут создаваться в форме ассоциаций (США), акционерных обществ (Великобритания, Япония), или действовать как государственный институт (Франция).

Большая часть фондовых бирж - членов Международной Федерации фондовых бирж зарегистрирована в качестве компаний (70%), ассоциаций (16%) и других структур (14%). В Южной Америке большинство фондовых бирж зарегистрированы не как компании, а как ассоциации (60%), что превышает показатели других регионов и среднестатистические показатели Федерации [11, с 129].

На данный момент во всем мире действует порядка 200 фондовых бирж. Крупнейшие фондовые биржи являются регулятором и индикатором состояния мировой экономики. Появление фондовых бирж обусловлено наличием сформированной и развитой торгово-потребительской или промышленной структуры. Поэтому, именно в странах, которые имели большое развитие в средние века и сохранили свой потенциал, и находятся самые известные и крупные биржи.

В США находится 13 фондовых бирж, среди них есть крупнейшая в мире – Нью-Йоркская фондовая биржа (New York Stock Exchange, NYSE). На ее оборот приходится около половины всего оборота зарубежных фондовых бирж. Американская фондовая биржа (American Stock Exchange, AMEX). С девяностых годов прошлого века на ней стали проводиться первые в мире электронные торги, использующие беспроводные терминалы. NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation) – рынок, который специализируется на акциях высокотехнологичных компаний (сфера производства программного обеспечения, электроники и т.д.).

В крупных городах Великобритании действуют 22 фондовые биржи, таких как Лондон, Бирмингем, Ливерпуль и Глазго. Из них можно выделить Лондонскую фондовую биржу (London Stock Exchange, LSE), которая является самой интернациональной среди всех бирж Великобритании. LSE – один из ведущих мировых финансовых центров.

В Японии сейчас находится 9 фондовых бирж, среди которых самой крупной является Токийская фондовая биржа (Tokyo Stock Exchange). Это классическая биржа (основана в 1878 году) со своими правилами и традициями. Основная ее специали-



зация – торговля акциями корпораций и финансовых учреждений.

В России на данный момент насчитывается более 10 фондовых бирж, но основные торги ведутся только на двух из них – Московской межбанковской валютной бирже и фондовой бирже «Российская торговая система».

Московская межбанковская валютная биржа (далее - ММВБ) – старейшая (основана в 1992 году) и главная на данный момент фондовая биржа России. Она является универсальной торговой площадкой, на которой проводятся операции на фондовом и валютном рынке. Это крупнейшая биржа в России, странах СНГ и Восточной Европы, на ее основе действует национальная система торгов на всех основных сегментах российского финансового рынка, а именно: на валютном, фондовом и срочном. ММВБ так же осуществляет расчетно-клиринговое обслуживание более полутора тысяч организаций, являющихся участниками биржевого рынка.

Клиенты участников торгов получают доступ к работе на следующих рынках:

- фондовый рынок (акции, корпоративные облигации, паи паевых инвестиционных фондов, еврооблигации, облигации муниципальных образований, региональные облигации, биржевые облигации);

- рынок государственных ценных бумаг (государственные облигации, еврооблигации, корпоративные облигации, облигации Банка России);

- срочный рынок на фондовые активы (фьючерсы на индекс ММВБ)

- срочный рынок на финансовые активы (фьючерсы на доллар США, фьючерсы на процентные ставки Мосбир и Моспрайм);

- срочный рынок на товарные активы (фьючерсы на зерно).

Фондовая биржа ММВБ ежедневно организует торги по акциям и корпоративным облигациям около 600 российских эмитентов с общей капитализацией почти 24 трлн.рублей. В состав участников торгов Фондовой биржи ММВБ входят около 650 организаций — профессиональных участников рынка ценных бумаг, клиентами которых являются более 490 тысяч инвесторов.

На ММВБ приходится 98 % оборотов торгов акциями и АДР российских компаний исходя из оборота на российских биржах и около 70 % — исходя из мирового объема торговли этими ценными бумагами.



В первом полугодии 2008 года объём сделок с акциями на ММВБ достиг 19,82 трлн. руб. (828 млрд. долл.).

Российская торговая система (далее - РТС). Биржа была основана в 1995 году и на данный момент является одной из крупнейших фондовых бирж России. Именно РТС является общепризнанным центром ценообразования облигаций и акций самого широкого круга эмитентов. На этой площадке обслуживается значительная доля иностранных портфельных инвестиций в российскую экономику, благодаря чему информация о торгах в Российской торговой системе является источником о состоянии российского рынка ценных бумаг.

Существует несколько самостоятельных рынков, входящих в систему РТС:

- RTS Standard (спотовый рынок с частичным преддепонированием, на котором торгуются акции с расчетами на условиях T+4 (с отсрочкой расчетов на 4 дня),

- RTS Classica (самый первый рынок РТС, на котором представлен широкий спектр ценных бумаг — более 540 акции, облигаций и инвестиционных паев),

- Рынок фьючерсов и опционов FORTS (лидирующая площадка по торговле фьючерсами и опционами в России и Восточной Европе, а также один из крупнейших рынков в мире по торговле производными финансовыми инструментами),

- RTS Board (информационная система ОАО «Фондовая биржа РТС», предназначенная для индикативного котирования ценных бумаг, не допущенных к торгам в РТС, в которую могут быть включены акции, облигации, инвестиционные паи, ценные бумаги, выпущенные российскими и иностранными эмитентами),

- RTS START (площадка для компаний малой и средней капитализации. способствует допуску ценных бумаг эмитентов малой и средней капитализации к торгам в процессе размещения и/или обращения),

- RTS Global (внебиржевой рынок, который позволяет российским инвесторам получать простой и эффективный доступ к иностранным ценным бумагам).

Особенности организационного статуса фондовых бирж в России.

В России фондовой биржей может быть организация, которая юридически является некоммерческим партнерством или акционерным обществом. Фондовые биржи, которые по форме собственности являются некоммерческими партнерствами, могут преобразовываться в акционерные общества. Данное ре-



шение принимается большинством голосов членов (участников) фондовой биржи.

Закон «О рынке ценных бумаг» определяет, что юридическое лицо, осуществляющее деятельность фондовой биржи, не вправе совмещать указанную деятельность с иными видами деятельности, за исключением деятельности валютной биржи, товарной биржи, клиринговой деятельности, деятельности по распространению информации, издательской деятельности, а также с осуществлением деятельности по сдаче имущества в аренду.

В случае совмещения юридическим лицом деятельности валютной биржи, товарной биржи (деятельности по организации биржевой торговли), клиринговой деятельности с деятельностью фондовой биржи для осуществления каждого из этих видов деятельности должно быть создано отдельное структурное подразделение.

Фондовые биржи в России могут быть товарно-фондовыми или даже универсальными биржами. Если биржа организует торговлю и товарами, и ценными бумагами, то ей необходимо иметь в наличии сразу две лицензии: лицензию товарной биржи и лицензию организатора торговли на рынке ценных бумаг. В нашей стране наибольшее распространение получили такие разновидности бирж, как универсальные и валютно-фондовые.

Фондовая биржа самостоятельно устанавливает размеры и порядок взимания отчислений в пользу фондовой биржи от вознаграждения, получаемого её членами за участие в биржевых сделках; взносов, сборов и других платежей, вносимых членами фондовой биржи за услуги, оказываемые фондовой биржей; штрафов, уплачиваемых за нарушение требований устава биржи.

Среди услуг, которые биржа предоставляет клиентам при совершении сделок с ценными бумагами - предоставление помещения для торговли, гарантии, расчетные, и информационные услуги. За предоставляемые услуги биржа получает комиссионные вознаграждения (в процентах от стоимости совершенных сделок).

Доходы биржи состоят из:

- членских взносов;
- биржевых сборов по операциям с ценными бумагами;
- доходов от проведения аукционных торгов фондовыми ценностями;
- сборов за оказание услуг подразделениями и аппаратом биржи;
- сборов за посредничество в биржевых спорах;



- штрафов за нарушение правил биржевой торговли;
- платы за листинг и поддержания листинга;
- платы за размещение рекламы в торговом зале биржи;
- платы за переоформление членства на бирже и пере-продажи акций;
- других поступлений.

Доходы биржи полностью направляются на покрытие ее расходов, связанных с расширением и совершенствованием ее деятельности. Основными издержками фондовых бирж являются:

- заработная плата служащих;
- аренда зданий;
- закупки и содержание оборудования;
- административные расходы;
- амортизация;
- другие расходы.

Тенденцией биржевой деятельности России является ее коммерциализация. Коммерциализация (demutualization) - это процесс перехода от понимания биржи как неприбыльной, некоммерческой организации, находящейся в собственности членов, к восприятию биржи как коммерческой компании, находящейся в собственности акционеров. Внешним проявлением этого процесса является изменение организационно-правовой формы фондовых бирж. Изменение организационно - правовой формы фондовых бирж является отражением основных тенденций развития индустрии фондовых бирж. Такой переход предполагает, что право на торговлю и право собственности могут быть разделены, т.е. акционеры биржи вкладывают капитал и получают доход, и им не обязательно осуществлять торговлю на бирже.

Основными причинами, побуждающими биржи к процессу коммерциализации являются:

- возрастающая конкуренция;
- развитие биржевых технологий;
- необходимость привлечения дополнительного капитала;
- необходимость диверсификации собственников;
- необходимость разделения права собственности и права на торговлю.

Требования для получения лицензии фондовой биржи в России. Лицензиат, осуществляющий деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг (фондовой биржи), обязан, кроме общих требований, предъявляемых к профессиональным участникам в соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг» и



Приказом ФСФР «Об утверждении нормативов достаточности собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов» от 24 апреля 2007 г. N 07-50/пз-н соответствовать следующим лицензионным требованиям и условиям:

- соответствие размера собственных средств нормативам достаточности. Для фондовой биржи данный показатель должен составлять 150 млн. руб., а с 1 июля 2011 г. - 200 млн. руб.;
- наличие программно-технического обеспечения, необходимого для осуществления деятельности организатора торговли на рынке ценных бумаг;
- наличие самостоятельного структурного подразделения, отвечающего за обеспечение надлежащего режима работы с коммерческой, служебной и иной информацией;
- наличие самостоятельного структурного подразделения, отвечающего за листинг/делистинг ценных бумаг;
- наличие биржевого совета (советов секций);
- наличие у фондовой биржи, совмещающей свою деятельность с деятельностью валютной биржи и/или товарной биржи (деятельностью по организации биржевой торговли) и/или клиринговой деятельностью, самостоятельного структурного подразделения для осуществления каждого из указанных видов деятельности;
- наличие самостоятельного структурного подразделения для оказания услуг, непосредственно способствующих заключению сделок с ценными бумагами;
- наличие у лицензиата - фондовой биржи по истечении 6 месяцев с момента получения лицензии не менее 75 профессиональных участников рынка ценных бумаг, допущенных к торгам на фондовой бирже.

Порядок ликвидации фондовой биржи. Биржа прекращает свою деятельность после ее ликвидации или реорганизации. Биржа ликвидируется по решению общего собрания либо по решению суда или арбитражного суда в случаях, предусмотренных законодательством.

Ликвидация биржи производится ликвидационной комиссией, избранной Общим собранием или назначенной судом либо арбитражным судом. С момента назначения ликвидационной комиссии к ней переходят полномочия по управлению делами биржи. Ликвидационная комиссия несет имущественную ответственность за вред, причиненный бирже, ее акционе-



рам, а также третьим лицам в соответствии с законодательством.

Ликвидационная комиссия оценивает активы, выявляет кредиторов и рассчитывается с ними и акционерами, составляет ликвидационный баланс и представляет его Общему собранию и в соответствующие финансовые органы.

Имеющиеся у биржи средства, в том числе от распродажи имущества, после расчетов по оплате труда, выполнения обязательств перед кредиторами, бюджетом, распределяются между акционерами пропорционально вложенным средствам. Имущество, переданное бирже акционерами в пользование, возвращается в натуральной форме без вознаграждения.

Если биржа создана в форме некоммерческого партнерства, то при ликвидации биржи после удовлетворения требований кредиторов ее имущество, размер которого не превышает размер вступительных взносов членов биржи, подлежит распределению между членами биржи в соответствии с размерами их вступительных взносов. Имущество биржи, оставшееся после распределения, направляется на цели, предусмотренные Федеральным законом «О некоммерческих организациях»

Ликвидация считается завершенной, а биржа прекращает свое существование с момента внесения соответствующей записи в Государственный реестр.

Реорганизация биржи производится по решению Общего собрания путем слияния, разделения, выделения, присоединения и преобразования. В Федеральном Законе «О рынке ценных бумаг» определено, что фондовые биржи, являющиеся некоммерческими партнерствами, могут быть преобразованы в акционерные общества. Решение о таком преобразовании должно содержать:

- порядок и условия преобразования, в том числе порядок распределения акций создаваемого акционерного общества между членами фондовой биржи;
- указание об утверждении устава создаваемого акционерного общества с приложением устава;
- указание об утверждении передаточного акта с приложением передаточного акта;
- список членов совета директоров (наблюдательного совета) и список членов коллегиального исполнительного органа создаваемого акционерного общества в случае, если в соответствии с уставом имеется коллегиальный исполнительный орган и его избрание отнесено к компетенции общего собрания ак-



ционеров создаваемого акционерного общества;

- список членов ревизионной комиссии или указание о ревизоре создаваемого акционерного общества;
- указание о лице, осуществляющем функции единолично исполнительного органа создаваемого акционерного общества.

Члены фондовой биржи. Высшим органом биржи является общее собрание ее членов, которое решает финансовые и организационные вопросы, определяет правила внутреннего распорядка.

Членом биржи считают того, кто участвует в формировании ее уставного капитала, либо вносит членские взносы или иные целевые взносы в имущество биржи и стал ее членом в порядке, предусмотренным учредительными документами. Членство на фондовой бирже - это приобретаемое или учредительское право брокерской фирмы вести торговые операции на бирже и иметь своих трейдеров в ее торговом зале. Неравноправное положение членов фондовой биржи, а также временное членство не допускаются.

Число членов биржи ограничено и зависит от величины уставного капитала и номинальной стоимости одной акции. Акция дает возможность пользоваться правами члена биржи и выражает стоимость места на бирже - то есть права на ведение операций в торговом зале. Являясь собственностью члена биржи, место может быть продано, если член биржи выходит из ее состава. Стоимость места определяет биржевой комитет, она зависит от спроса и предложения.

Требования, предъявляемые к членам биржи, устанавливаются как законодательством, так и учредительными документами самой биржи.

В России членами биржи могут быть только профессиональные участники в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг». Таким образом, членами российских фондовых бирж являются юридические лица. Такая же картина наблюдается в Японии, Канаде и ряде других стран. В США предпочтение отдается физическим лицам. Однако в большинстве стран не делается различия между физическими и юридическими лицами.

Количество членов фондовой биржи индивидуально для каждой фондовой биржи. В Северной Америке, например, канадские биржи насчитывают в среднем около 80 членов, в то время как в США - 2773, а фондовая биржа NASDAQ, объединяющая 5553 члена-совладельца, является самой большой торговой системой среди бирж-членов Федерации. В Южной Америке



биржи включают в среднем по 58 членов-совладельцев .

В России фондовая биржа вправе устанавливать количественные ограничения числа ее членов. Согласно Закону «О рынке ценных бумаг» одному акционеру фондовой биржи не может принадлежать более 20% акций, а одному члену фондовой биржи некоммерческого партнерства не может принадлежать более 20 процентов на общем собрании членов биржи.

Так как члены российских бирж, созданных в форме акционерных обществ — ее акционеры, то их число ограничено. Оно определяется уставным фондом, количеством выпускаемых акций и тем их количеством, которым может владеть один член биржи. Такая практика характерна для большинства стран в мире. Поэтому приём новых членов биржи оговаривается уставом.

В частности в торгах секции фондового рынка ЗАО ММВБ участвуют более 500 банков и финансовых компаний – ее членов.

В зарубежной практике можно встретить биржи, которые не ограничивают число членов. В этом случае право торговли предоставляется либо руководством биржи, либо уполномоченными государственными органами.

В некоторых странах коммерческим банкам разрешено заниматься биржевой деятельностью, тогда как в других на них делается основная ставка. Например, в 1993 г. 79% акций Франкфуртской фондовой биржи принадлежали отечественным коммерческим банкам и 10% — зарубежным банкам.

В России наиболее активными членами и участниками фондовой биржи являются именно коммерческие банки.

Порядок вступления в члены фондовой биржи, выхода и исключения из членов фондовой биржи определяется фондовой биржей самостоятельно на основании ее документов.

После того, как биржа зарегистрирована, и все места ее распределены стать ее членом можно лишь купив членство у одного из членов биржи. Для приема нового члена требуются 2—3 рекомендации членов биржи, представление учредительных документов, подтверждение устойчивого финансового положения, наличие определенной практики работы с тем или иным биржевым товаром.

Обязанности членов биржи:

- соблюдать устав биржи и другие внутрибиржевые нормативные биржевые документы;
- вносить вклады и дополнительные взносы в порядке, размере и способами, предусмотренными уставом и нормативными документами;



Рынок ценных бумаг

– оказывать бирже содействие в осуществлении ее деятельности, реализации целей и задач биржи в дальнейшем развитии.

Биржа дает возможность своим членам:

- участвовать в общих собраниях биржи и управлении ее делами;
- избирать и быть избранным в органы управления и контроля;
- пользоваться имуществом биржи, имеющейся информацией и любыми услугами, которые она оказывает;
- торговать в зале как от своего имени и за свой счет, так и за счет клиента;
- участвовать в разделе оставшегося после ликвидации биржи имущества.

Общая структура фондовой биржи представлена на рис.14



Рисунок 14. Организационная структура фондовой биржи

Источник: <http://www.studfiles.ru>

Управление биржей осуществляется на демократических



началах: высшим органом является собрание акционеров (или членов партнерства). При нормальной работе биржи собрание проводится один раз в год и осуществляет свои функции в определенной уставом компетенции. Как правило, общее собрание рассматривает и утверждает годовые отчеты, баланс, заключение ревизионной комиссии, анализирует деятельность исполнительного органа - биржевого совета (совета директоров), вносит дополнения или изменения в учредительные документы или положения о биржевом совете, решает вопросы о дочерних предприятиях (филиалах), избирает биржевой совет и ревизионную комиссию.

Управление биржей осуществляется как ее членами, так и наемным персоналом. Высшим органом руководства биржи является совет директоров (управляющих), избираемый членами биржи. В его состав входят как члены биржи, так и несколько директоров – не членов биржи. Политика, правила и нормы биржевой торговли устанавливаются советом директоров и проводятся в жизнь комитетами, которые состоят из членов биржи, назначаемых советом директоров или избираемых биржей.

В промежутках между собраниями членов биржи высшим органом является биржевой совет (комитет), который осуществляет контроль за текущей деятельностью биржи.

Комитеты отвечают перед советом директоров. Члены комитетов работают без соответствующей оплаты. Они вносят рекомендации и помогают совету директоров, а также выполняют конкретные обязанности по функционированию биржи, возложенные на них в соответствии с правилами регулирования.

Комитеты биржи формируются по функциональному принципу

Число комитетов не постоянно и колеблется от 8 до 40. Основными являются следующие 7 комитетов, которые есть практически на каждой бирже.

1. Комитет по приему новых членов рассматривает все обращения о вступлении в члены биржи.

2. Арбитражный комитет назначает арбитров для разрешения споров между членами, а также в случае обращения клиентов - нечленов при возникновении споров между ними и членами биржи.

3. Комитет по деловой этике выполняет функцию жюри заседателей по внутренним дисциплинарным вопросам биржи.

4. Наблюдательный комитет рассматривает споры и выносит решения по всем дисциплинарным вопросам, которые ему



передает комитет по деловой этике.

5. Контрольный комитет ведет наблюдение за деловой активностью на бирже, величиной открытой позиции (числом заключенных и неликвидированных на конец дня биржевых контрактов), как идет ликвидация контрактов с истекающим сроком поставки, за ходом поставки реального товара по биржевым контрактам, концентрацией биржевых контрактов в руках отдельных фирм, чтобы препятствовать созданию искусственного дефицита товара на складах биржи и манипуляции с ценами.

6. Комитет по новым товарам изучает возможности торговли новыми товарами на бирже.

7. Ранговый комитет наблюдает за процессом заключения сделок в биржевом кольце.

Для оперативного руководства деятельностью создается исполнительная дирекция. На бирже создаются также определенные подразделения, каждое из которых выполняет специфические функции: оперативный или торговый отдел, где заключаются сделки, регистрационный отдел (бюро), расчетный отдел (палата). Могут быть созданы и другие отделы: информационно-справочный, издательско-статистический, отдел внешних связей и другие.

Наемный персонал биржи не имеет каких-либо прав по торговле или права голоса. Количество персонала и его обязанности определяются советом директоров. Персонал выполняет решения и поручения совета директоров и комитетов, а организационная структура персонала часто соответствует функциям различных комитетов.



ТЕМА 10. ОРГАНИЗАЦИОННО- ЭКОНОМИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ БИРЖЕВОЙ ТОРГОВЛИ

Операции на биржах проводят только профессиональные участники, имеющие четкую специализацию по различным видам биржевой деятельности.

Участниками биржевых торгов являются члены биржи и лица, имеющие в соответствии с законом и правилами биржевой торговли право участвовать в биржевых торгах. Права и обязанности участников биржевой торговли определяются внутрибиржевыми нормативными документами, прежде всего уставом биржи, правилами биржевой торговли, которые разрабатываются на основе Законов РФ «О товарной бирже и биржевой торговле» и «О рынке ценных бумаг».

Состав участников биржевой торговли определяется в зависимости от вида биржи (фондовая или товарная) и принятыми законодательными актами.

Присутствующих в биржевом зале можно условно разделить на группы:

- заключающие сделки;
- организующие заключение биржевых сделок;
- контролирующие ход ведения биржевых торгов;
- наблюдающие за ведением торга.

Посредников в биржевых операциях называют по-разному: биржевые маклеры, куртье, комиссионеры, брокеры, маркет-мейкеры, дилеры. Все они работают либо за вознаграждение, выраженное в процентах или долях процента от общей суммы сделки, либо за свой счет.

Состав и количество посредников, участвующих в биржевых торгах, схемы их взаимодействия со своими клиентами могут быть различными и часто зависят от уровня развития биржевой торговли и сложившихся традиций, характерных для данной страны и биржи.

На биржах США торговцы, действующие непосредственно в операционном зале, делятся на несколько категорий. Например, на Нью-Йоркской фондовой бирже (НФБ) существуют четыре категории членов: комиссионные брокеры, специалисты, брокеры торгового зала («двухдолларовые брокеры»), зарегистрированные трейдеры. Комиссионные брокеры могут работать только по поручению клиентов. Операции за свой счет им запрещены. Специалисты - дилеры работают за свой счет и от своего имени. Им



запрещено выполнять брокерские функции, кроме заявок других членов биржи. «Двухдолларовые брокеры» выполняют поручения комиссионных брокеров, если они не успевают выполнять заказы. Зарегистрированные трейдеры также являются дилерами, но в отличие от специалистов не отвечают за определенные акции.

На Лондонской фондовой бирже участниками торгов являются:

- брокерско-дилерские фирмы, основная функция которых - исполнение поручений клиентов на куплю-продажу ценных бумаг и совершение операций за свой счет; маркет-мейкеры - члены биржи, обязующиеся котировать определенные ценные бумаги в течение рабочего дня.

В России участников торговли можно разделить на две группы. Первую и основную группу составляют брокеры и дилеры. Их деятельность регламентируется Федеральной службой по финансовым рынкам. Характер и виды работ, выполняемых брокерами и дилерами, зависят от наличия лицензии.

Вторую группу, организующую заключение биржевых сделок, представляют прежде всего сотрудники биржи, находящиеся (работающие) в зале. Они создают необходимые условия участникам торгов для совершения сделок. К последним относятся:

- маклеры, ведущие биржевой торг;
- операторы (помощники маклера), фиксирующие заключение сделок в своем кругу;
- сотрудники расчетной группы отдела организации биржевых торгов, помогающие брокерам оформить заключенную сделку;
- работники отдела (бюро) экспертизы биржи, организующие проведение экспертизы товаров, выставляемых на торг, и оказывающие необходимую консультацию участникам торгов;
- работники юридического отдела биржи, консультирующие при оформлении заключенных сделок и составлении биржевых договоров.

Группу, контролирующую ход ведения торга, составляют государственный комиссар и представители биржи. Государственный комиссар на бирже осуществляет непосредственный контроль за соблюдением законодательства биржей и биржевыми посредниками.

Поэтому он имеет право:

- присутствовать на биржевых торгах;
- участвовать в общих собраниях членов биржи и в общих собраниях членов секций (отделов, отделений) биржи с



правом совещательного голоса;

- знакомиться с информацией о деятельности биржи, включая все протоколы собраний и заседаний органов управления биржи и их решения, в том числе конфиденциального характера:

- вносить предложения и делать представления руководству биржи;

- вносить предложения в комиссию по фондовым биржам.

Кроме государственного комиссара ход биржевого торга могут контролировать члены биржевого комитета (совета), члены ревизионной комиссии, старший маклер и начальник отдела организации торгов биржи.

Группу, наблюдающую за ведением биржевого торга, составляют так называемые гости. В их состав включаются представители прессы (постоянно аккредитованные на бирже или разовые), а также разовые посетители, не получившие права на заключение сделки, но имеющие право дать необходимое указание брокеру, выполняющему их поручения.

Правила биржевой торговли на разных биржах определяют-ся ими самостоятельно на основе действующего законодательства. Согласно Закону РФ «О товарных биржах и биржевой торговле» (Закон Российской Федерации от 20 февраля 1992 г. № 2385-1 правилами биржевой торговли должны регулироваться:

1. порядок проведения биржевых торгов;

2. виды биржевых сделок;

3. перечень основных структурных подразделений биржи;

4. порядок информирования участников биржевой торговли о биржевых сделках на предшествующих биржевых торгах и котировке биржевых цен;

5. порядок взаимных расчетов членов биржи и других участников биржевой торговли при заключении биржевых сделок;

6. меры по контролю над процессом ценообразования в целях недопущения резких суточных колебаний, сговора или распространения ложных слухов с целью воздействия на цены;

7. размеры отчислений, сборов, тарифов и других платежей и порядок их взимания биржей.

Биржевые правила - это свод положений, регулирующих прежде всего отношения участников торгов по поводу купли-продажи биржевого товара, которые могут содержать сотни страниц текста, постоянно пересматриваемого в зависимости от изменения условий законодательной среды и рынка, внедрения новых торговых технологий.



Правила совершения биржевых операций часто называют регламентом биржи, который призван обеспечить защиту коммерческих интересов всех участников биржевых торгов, создать условия для эффективной и честной работы.

Участники биржевых торгов, допустившие нарушение правил биржевой торговли, подвергаются различного рода наказаниям. За наиболее серьезные, такие, как распространение ложной информации, мошенничество и обманные действия, умышленное уклонение исполнения взятых на себя обязательств, участники биржевых торгов, их допустившие, исключаются из членов биржи.

Администрация биржи о случаях нарушения правил извещает участников торгов с указанием принятых мер, наименований компаний или физических лиц, допустивших нарушения.

Рассмотрим содержание основных разделов биржевых правил, принятых на российских фондовых биржах:

1. Процедуру листинга.
2. Порядок проведения биржевых торгов.
3. Биржевая информация.
4. Виды биржевых сделок.
5. Порядок взаимных расчетов членов биржи и других участников биржевой торговли.

Организация процедуры листинга на фондовой бирже. Процесс обращения фондовых ценностей на всех официально зарегистрированных фондовых биржах может осуществляться только с такими ценными бумагами, которые успешно прошли специальную биржевую процедуру, известную под названием «листинг», т.е. буквально «включение в список». Всякой компании необходимо внести таким путем в лист (список) соответствующей биржи свои ценные бумаги, что является обязательной предпосылкой для допуска к торговле на ней.

Иногда фондовые биржи не только не допускают фондовые ценности, отсутствующие в листах (списках), к процессу обращения в своих помещениях, но под страхом самых суровых санкций категорически запрещают зарегистрированным на них членам осуществлять какие-либо операции с такими ценностями даже по инициативе клиентов. Все сделки с не внесенными в биржевые листы ценными бумагами подлежат обсуждению и исполнению исключительно в частном порядке только между самими участниками вне помещения биржи. При этом биржа не несет ответственности за надежность и законность таких сделок.

Значение листинга для инвестора. Инвестор, покупаю-



щий ценные бумаги, включенные в котировальный лист биржи, может быть уверен в том, что сможет регулярно иметь достоверную и своевременную информацию о компании-эмитенте и рынке ее ценных бумаг. Он получает, таким образом, возможность оценить перспективы экономического развития эмитента и качество его ценных бумаг. Однако фондовая биржа не гарантирует стабильную доходность инвестиций в ценные бумаги компаний, прошедших листинг.

Значение листинга для эмитента. Целый ряд несомненных выгод от внесения своих ценных бумаг в биржевые листы фондовых бирж извлекают и сами компании-эмитенты. Так, они получают известность и популярность (паблисити) среди лиц, занятых в сфере инвестиций. Котировка акций на бирже позволяет компаниям занять устойчивые позиции на рынке.

Листинг в ряде стран является основанием для предоставления компании определенных, более существенных скидок при налогообложении. Компаниям, состоящим в таких листах, как правило, легче бывает добиться доверия и расположения банков и финансовых институтов в случаях возникновения у них потребности в займах и кредитах, а также облегчает для компаний размещение новых выпусков облигаций, конвертируемых в списочные (листинговые) акции.

Таким образом, листинг - это система поддержки рынка, которая создает наиболее благоприятные условия для организованного рынка, позволяет выявить наиболее надежные и качественные ценные бумаги и способствует повышению их ликвидности.

В нашей стране листинг пока не оказывает значительного влияния на оценку качества ценной бумаги, как с точки зрения инвестора, так и оценку эмитента, с точки зрения партнера. Однако все чаще в нормативных документах упоминаются ценные бумаги, имеющие рыночную котировку, т.е. допущенные к торгам на бирже. В Законе «О рынке ценных бумаг» отмечается, что листинг проводится фондовыми биржами в соответствии с ее внутренними документами.

Процедура листинга на бирже должна обеспечивать:

- создание равных возможностей для участников торговли и их клиентов при получении информации, которая должна раскрываться в соответствии с правилами листинга и делистинга ценных бумаг;
- своевременное исключение из списка ценных бумаг, прошедших листинг, утративших соответствие установленным требованиям;



– необходимые меры, предотвращающие манипулирование ценами.

Процедура листинга (для первого и второго уровней) должна включать следующие этапы:

1. предварительный;
2. экспертиза;
3. соглашение о листинге;
4. поддержание листинга;
5. делистинг.

Предварительный этап заключается в том, что биржа вырабатывает требования, предъявляемые эмитенту и его ценным бумагам. Например, в РТС к торгам могут быть допущены эмиссионные ценные бумаги в процессе их размещения и обращения, а также иные ценные бумаги, в том числе инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов и ипотечные сертификаты участия в процессе их выдачи и обращения. Допуск ценных бумаг к торгам в РТС осуществляется путем их включения в Список ценных бумаг, допущенных к торгам (далее – Список ценных бумаг).

Список ценных бумаг состоит из следующих разделов:

- ценные бумаги, включенные в Котировальный список "А" первого уровня,
- ценные бумаги, включенные в Котировальный список "А" второго уровня,
- ценные бумаги, включенные в Котировальный список "Б",
- ценные бумаги, включенные в Котировальный список "В",
- ценные бумаги, включенные в Котировальный список "И",
- ценные бумаги, допущенные к торгам без прохождения процедуры листинга (Внесписочные ценные бумаги).

Условия допуска ценных бумаг к торгам на бирже РТС представлены в табл. 10.



Таблица 10
Требования листинга для акций на фондовой бирже РТС

Требования	A1	A2	Б	В	И
1	2	3	4	5	6
Заявитель	Эмитент				Эмитент + управляющая компания (УФК)
Срок нахождения акций в котировальном списке при условии соответствия предъявляемым к акциям и эмитенту требованиям (с даты включения)	Нет ограничений	Нет ограничений	Нет ограничений	Не более 6 мес.	Не более 5 лет
Макс. доля обыкновенных акций, находящихся во владении одного лица и его аффилированных лиц (для включения в котировальный список обыкновенных акций)	75%	75%	90%	Кол-во размещаемых (предлагаемых к обращению) акций не менее 10%	
Минимальный ежемесячный объем сделок, рассчитанный по итогам последних 3 месяцев (для включения в котировальный список) *	25 млн. руб.	2,5 млн. руб.	1,5 млн. руб.	-	-
Отсутствие убытков по итогам двух лет из последних трех	Требуется	Требуется	-	Требуется	-
Капитализация акций:					(по оценке-УФК)
– обыкновенных	10 млрд.руб	3 млрд.руб.	1,5млрд.руб.	-	60 млн. руб.
– привилегированных	3 млрд.руб	1 млрд.руб.	0,5млрд.руб	-	25 млн. руб.



Рынок ценных бумаг

Наличие годовой финансовой отчетности по стандартам IAS или US GAAP вместе с аудиторским заключением в отношении указанной отчетности на русском языке	Требуется	Требуется	-	-	-
Минимальный срок существования эмитента (в случае реорганизации юр. лица, срок существования учитывает срок деятельности юр. лица, в результате реорганизации кот. был создан эмитент – только для А1, А2, Б)	3 года	3 года	1 год	3 года	-
Обязательство по представлению списка аффилированных лиц и его регулярному обновлению	Требуется	Требуется	Требуется	Требуется	Требуется
Соблюдение эмитентом норм корпоративного поведения, предусмотренных правилами листинга для соответствующего котировального списка	На момент подачи заявления	На момент подачи заявления или обязательство о соблюдении по истечении 1 года со дня включения ценных бумаг в котировальный список		На момент подачи заявления	

* критерий применяется только при включении ценных бумаг в котировальный список

Ценные бумаги могут быть допущены к торгам на фондовой бирже, если:

- осуществлена регистрация проспекта ценных бумаг, проспекта эмиссии ценных бумаг или плана приватизации, зарегистрированного в качестве проспекта эмиссии ценных бумаг (правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом, правил доверительного управления ипотечным покрытием);
- осуществлена государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг эмитента или в ФСФР России представлено уведомление об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг (за исключением случаев размещения ценных бумаг на торгах в РТС или включе-



ния ценных бумаг в котировальные списки "В" и "И");

– эмитентом ценных бумаг соблюдаются требования законодательства Российской Федерации о ценных бумагах и нормативных правовых актов ФСФР России, в том числе о раскрытии информации на рынке ценных бумаг, а управляющей компанией паевого инвестиционного фонда (управляющим ипотечным покрытием) – требования законодательства Российской Федерации и иных нормативных правовых актов об инвестиционных фондах (об ипотечных ценных бумагах).

Инициатором листинга выступает эмитент или участник торговли (заявитель), который подает письменное заявление на имя биржи и другие установленные документы, необходимые для принятия решения о допущении ценных бумаг к торгам.

Как правило, представляются учредительные документы, справка об оплаченном уставном капитале, копии проекта эмиссии установленного законом образца, если акционерное общество функционирует более одного года или является правопреемником другого юридического лица, то дополнительно представляются бухгалтерский баланс и отчет о распределении прибыли за последний финансовый год, заверенный независимыми аудиторами. Как правило, биржа оставляет за собой право требовать от эмитента предоставления других документов и информации, необходимой для проведения экспертной оценки и допуска ценных бумаг к котировке.

Второй этап носит название «экспертиза». Его суть состоит в том, что биржа собственными силами (для проведения экспертизы документов, представленных эмитентом или участником торговли, формирует котировальный комитет (отдел листинга), включающий представителей биржи, участников торговли и независимых экспертов) или силами привлеченных аудиторских фирм проводит рейтинг (устанавливает оценку качества) как ценных бумаг, так и их эмитента. Итогом данного этапа является включение ценных бумаг в котировальный лист и уведомление об этом заявителя.

При отказе во включении ценных бумаг в котировальный лист биржа уведомляет заявителя с обоснованием причин отказа.

Соглашением о листинге определяются обязанности сторон: заявителя и биржи. Биржа берет на себя обязательство поддерживать рынок тех ценных бумаг, которые включены в котировальный лист и все изменения в них регулярно публикуются в периодическом общероссийском печатном издании с тиражом не менее 50 тыс. экземпляров, а также распространяется в ус-



тановленном порядке среди участников торговли.

Поддержание листинга заключается в выполнении сторонами установленных обязательств и уплате заявителем установленных взносов. Данная услуга предусматривает регулярный документооборот между департаментом листинга и эмитентами, чьи ценные бумаги включены в котировальные списки. Все документы, поступающие от эмитентов в департамент листинга, должны представляться в сроки, предусмотренные правилами допуска ценных бумаг к торгам и соглашениями о сотрудничестве с эмитентами.

Документы эмитентов проходят экспертизу и хранятся в архиве департамента листинга. По итогам каждого месяца или квартала департамент листинга на основании полученных документов от эмитентов, а также анализа итогов торгов проводит контрольные проверки эмитентов и их ценных бумаг на предмет соответствия требованиям правил.

Делистинг - это исключение ценных бумаг из котировального листа биржи. Оно может производиться по следующим причинам:

- заявление участника торговли об исключении ценных бумаг из котировального листа;
- принятие регулирующим органом решения о признании выпуска ценных бумаг несостоявшимся;
- вступление в силу решения суда о недействительности выпуска ценных бумаг;
- ликвидация эмитента ценных бумаг;
- истечение сроков запуска ценных бумаг к обращению через биржу;
- невыполнение заявителем соглашения о листинге;
- несоответствие показателей деятельности эмитента установленным требованиям для включения в котировальный лист.

Для проверки соответствия параметра выпуска ценных бумаг установленным критериям, а также постоянного анализа инвестиционных качеств ценных бумаг на биржах созданы специальные отделы. Зачастую такой отдел носит название отдела листинга, который параллельно решает следующие задачи: осуществляет экспертизу соответствия показателей, указанных в заявке эмитента, формальным критериям, установленным биржей, и выносит свои рекомендации.

Порядок проведения биржевых торгов. В этом разделе правил регламентируются место проведения торгов, торговые сессии и часы работы.



Биржевыми сессиями обычно называют торги в официально отведенное администрацией биржи время, в течение которого участники биржевых торгов имеют право заключать сделки. Расписание торгов составляется таким образом, чтобы учесть режим работы других бирж, торгующих аналогичным товаром. Это дает возможность участникам торгов, используя информацию о ценах на других рынках, проводить арбитражные операции.

Приведем пример времени проведения торгов на фондовой секции ММВБ:

– 10:15 - 10:30 - предторговый период. В этот период определяется цена открытия торгов по ценной бумаге. В этот период трейдеры могут выставлять только лимитированные заявки. Они накапливаются в торговой системе до 10:29:55. Выставленные заявки в этот период не видны другим участникам торгов. То есть заявка ставится брокером в слепую. В последние секунды прием заявок прекращается, и выставленные заявки состыковываются по принципу удовлетворения максимального объема.

– 10:30 - 18:45 - торговая сессия (проходят основные торги)

– 18:45 - 19:00 - послеторговый период. Совершение сделок происходит по средневзвешенной цене, определяемой течение последних 30 минут торговой сессии. Заявка на покупку ценных бумаг может быть подана только по рынку без указания цены. Данные заявки накапливаются в системе в течении пятнадцати минут. Все сделки проводятся в последнюю секунду данного периода по принципу очередности выставления заявок по времени.

– 17:00 - 19:05 - режим торгов "неполные лоты". В этом режиме ведётся торговля не полными лотами.

Все торги проходят в биржевом зале на определенной торговой площади. Торговый зал оборудуется всеми средствами связи. Всем участникам биржевых торгов обеспечивается возможность доступа к информации биржевой компьютерной системы.

Торговля на бирже осуществляется в форме простых и двойных аукционов.

Простой аукцион представляет собой организацию торговли ценными бумагами, при которой продавцы и покупатели проводят эпизодические сделки напрямую между собой. Он характеризуется нерегулярностью проведения операций и отсутствием развитой сети посредников при осуществлении торговли. Простой аукцион в зависимости от спроса и предложения может быть организован в виде:

– аукциона продавца;



- аукциона покупателя;
- заочного аукциона.

Простой аукцион продавца предполагает наличие на рынке ограниченного количества продавцов, которые предоставляют для продажи ценные бумаги, и относительно большой спрос со стороны покупателей, которые конкурируют между собой. Продавец предлагает для реализации финансовый актив, устанавливая стартовую (начальную) цену, ниже которой он не продаст ценные бумаги. Стартовая цена является нижней границей стоимости финансовых активов, от которой начинаются торги. При наличии большого числа покупателей уровень стартовой цены не имеет принципиального значения, так как реальная цена определится в ходе конкурентных торгов. В процессе проведения аукциона цена постоянно растет в результате конкуренции между покупателями. В конце концов остается один покупатель, предложивший максимальную цену за выставленный пакет акций. Сделка заключается между продавцом и победителем аукциона, готовым заплатить наивысшую цену. Именно по такой системе осуществлялась продажа пакетов акций предприятий в процессе приватизации в России. Данный тип организации торговли получил название «английский аукцион».

Простой аукцион покупателя предполагает, что на рынке существует достаточно много продавцов при ограниченном числе покупателей. В этом случае покупатель выбирает наилучшее предложение со стороны продавцов, которые вынуждены снижать цены, чтобы реализовать финансовый актив. Такая ситуация возникает на рынке, когда для реализации предлагаются акции предприятия, финансовое состояние которого не очень хорошее, и владельцы ценных бумаг стремятся от них избавиться. Аукцион проходит путем последовательного снижения продавцом цен на акции. Победителем становится тот покупатель, который первым согласится на предлагаемую цену. В мировой практике, когда торги идут по принципу снижения цен на выставленные ценные бумаги, данный вид аукциона называют «голландским аукционом».

Одной из форм простого аукциона является закрытый аукцион, на котором продавец объявляет о продаже определенного числа ценных бумаг в течение ограниченного периода времени. Покупатели подают заявки на приобретение данного актива, указывая соответствующие цены. Инвесторы не знают информации об общем числе подаваемых заявок, предлагаемом другими покупателями уровне цен и количестве ценных бумаг, которые желают приобрести другие участники аукциона. В период прове-



дения аукциона заявки накапливаются, после чего информация о количестве ценных бумаг, на которые поданы заявки, и уровне цен обрабатывается и сообщается продавцу, который принимает решение о приемлемом уровне цены. Ценные бумаги приобретают инвесторы, чьи предложения по цене были выше цены, устраивающей продавца, или равны ей. Данная форма проведения аукциона использовалась в России при продаже акций приватизированных предприятий на чековых аукционах и на специализированных денежных аукционах, а также применяется в настоящее время при первичном размещении государственных облигаций.

Двойной аукцион. Наибольшее распространение в мировой практике получила организация торговли в форме двойного аукциона, при котором идет одновременная конкуренция как со стороны продавцов, так и со стороны покупателей. Двойной аукцион может существовать только при наличии на рынке большого количества ценных бумаг, обладающих высокой степенью ликвидности, значительного числа участников фондового рынка, заинтересованных в проведении операций по данным ценным бумагам, а также при существовании хорошо организованной инфраструктуры фондового рынка.

В странах с развитым фондовым рынком биржевая и внебиржевая торговля ценными бумагами проходит в форме двойного аукциона. Организация торговли в этом случае предусматривает одновременное поступление заявок на покупку и продажу финансовых активов по определенным ценам. Перед организаторами торговли ставится задача максимального удовлетворения поступающих заказов по приемлемым для участников торгов ценам и обеспечение эффективного функционирования рынка.

В зависимости от методов удовлетворения заявок участников двойной аукцион подразделяется на залповый (онкольный) и непрерывный.

Залповый аукцион предполагает, что сделки совершаются не постоянно, а с определенной периодичностью. Поступающие заявки в течение конкретного периода времени накапливаются, обрабатываются, а затем удовлетворяются. Залповый аукцион применяется при недостаточно ликвидном рынке, когда сделки совершаются нерегулярно, их объемы невелики, а разница в ценах относительно большая. Периодичность удовлетворения заявок («проведения залпов») определяется ликвидностью рынка. При ликвидном рынке залпы производятся достаточно часто, при менее ликвидном — реже. Особенностью проведения залпового аукциона является определе-



должна быть единой для всех участников сделки.

Мировая практика выработала два метода ведения биржевого торга: публичная торговля (сделки заключаются путем выкриков, дублируемых сигналами, которые подаются рукой и пальцами) и торговля шепотом. Следует подчеркнуть, что торговля шепотом имеет довольно ограниченное распространение, преимущественно в странах Юго-Восточной Азии и Японии.

При заключении сделок подачей рукой и пальцами положение руки обозначает продажу или покупку. Например, если ладонь обращена к брокеру, то это означает, что он покупает, а если от него - то продает. Когда брокер руки и пальцы держит в горизонтальном положении, он пальцами показывает, насколько его предложение выше или ниже последней цены, отображенной на информационном табло.

Руки и пальцы, поднятые вертикально вверх, показывают число контрагентов, которые брокер покупает или продает по предложенной цене. Такая система заключения сделок необходима для более точной работы ведущего торг в связи с тем, что в биржевом зале обычно собирается большое количество брокеров-продавцов и брокеров-покупателей. На российских биржах эта система проведения биржевого торга пока не применяется, потому что на один товар, как правило, приходится один продавец и один покупатель. Поэтому биржевой зал предназначен для того, чтобы свести брокера-продавца и брокера-покупателя и дать им возможность обговорить условия сделки.

Публичная биржевая торговля за рубежом основана на принципе двойного аукциона, для которого необходимо, чтобы покупатели повышали цену спроса, а продавцы понижали цену предложения. Совпадение предложений продавца и покупателя является основанием для заключения сделки. Особенностью современной биржевой торговли за рубежом при большом числе продавцов и покупателей является небольшая разница между ценами предложения и спроса (0,1% уровня цены). Это облегчает заключение сделок, способствует росту объема оборота биржи, снижает накладные расходы на ведение торговых операций.

Кроме того, при биржевом торге, особенно в США, под влиянием законодательства стали ограничивать размер колебаний цен. Например, в США для зерновых он составляет 0,25 цента за 1 бушель; 0,01 цента за 1 кипу хлопка; 1 цент за 1 баррель нефти и т.д.; в Англии: для алюминия и меди - 50 пенсов за 1 т, цинка и свинца - 25 пенсов за 1 т и т.д. Максимально допустимые в течение дня колебания цен, превышение которых ведет к



прекращению торговли, установлены только в США.

Такая мера необходима для предотвращения паники на бирже, она дает время торговцам лучше оценить влияние рыночной конъюнктуры на цены, сделать более упорядоченными расчеты, не допустить неоправданных банкротств. Основанием для заключения сделки является устное согласие брокера.

Зарубежная практика показывает, что после высказанного устного согласия каждый брокер тут же фиксирует покупку или продажу, число контрактов, цену, время совершения сделки и фамилию брокера-контрагента в своем блокноте. По правилам биржевой торговли после окончания торгов в строго установленное время (например, не позднее утра следующего дня) брокеры обмениваются письменными контрактами для того, чтобы сделка приобрела юридическую силу. В обязанности работников биржи и специальных биржевых комитетов входит контроль за правильностью заключения сделок.

На зарубежных биржах используются специальные компьютерные системы для регистрации сделок и их фиксации в информационных банках данных вне биржи.

Процедура биржевого торга, сложившаяся на фондовых биржах России, имеет следующий вид. Маклер зачитывает наименование биржевого товара и его цену при поступлении заявок. Брокер проявляет интерес к товару, объявленному маклером, путем возгласа или поднятия руки. Брокер, выставивший товар на продажу, и брокер, проявивший к нему интерес, оговаривают между собой дополнительные условия сделки. При достижении согласия брокеры (брокер-продавец и брокер-покупатель) подписывают заявку, в которой заявлен товар, являющийся объектом сделки. С этого момента сделка считается заключенной. Подписанная двумя сторонами заявка передается маклеру, который регистрирует ее совершение своей подписью на заявке и проставляет время и дату регистрации. После этого оператор на кругу вводит информацию о зарегистрированной сделке в банк данных.

Если к товару, объявленному маклером, присутствующие не проявляют интерес, брокер, заявивший эту позицию (брокер-продавец), имеет право изменить цену заявленного товара и сообщить об этом биржевому собранию через маклера. Для этого он поднимает руку или передает информацию маклеру в письменном виде.

Если к той или иной позиции проявляется интерес более чем одним брокером, маклер проводит конкурсный торг, на котором заявленная цена может быть изменена при наличии:



- нескольких брокеров-покупателей, когда право совершить сделку получает тот, кто предложил большую цену;
- нескольких брокеров-продавцов, если право совершить сделку получает тот, кто предлагает наименьшую цену.

Брокеры, достигшие согласия о совершении сделки, минуя изложенную процедуру торга, обязаны зарегистрировать ее у маклера, который перед ее регистрацией объявляет на кругу условия совершения сделки.

Если брокер, заявивший позицию, или брокер, уполномоченный совершить сделку вместо заявителя, отказывается от совершения или регистрации сделки на условиях, определенных в заявке, это расценивается как отказ от совершения сделки на заявленных условиях, признается нарушением правил торговли и наказывается штрафом.

Если брокер-продавец в момент оглашения позиции товара, к которой проявлен интерес, не отреагировал или отсутствует на кругу, то по этой позиции торг откладывается. С целью повышения эффективности функционирования биржи применяются программы автоматизации организации и проведения биржевых торгов.

В настоящее время на российских фондовых биржах автоматизированы следующие функции:

- сбор и регистрация заявок, поступающих на торги;
- контроль за правильностью оформления заявок на соответствие правилам биржи;
- сбор и регистрация клиентских заявок;
- организация связи брокера с клиентами (продажа клиентских заявок);
- подбор списка заявок, удовлетворяющих данному спросу и предложению;
- обеспечение возможности проведения торгов брокерами между сессиями (электронные торги);
- информационное обеспечение брокерских фирм и служб биржи (о наличии, характеристиках, условиях поставки, оплате и цене товаров; о предстоящих торгах, ходе торгов и прохождении брокерских заявок; о документах, принятых биржевым советом; о решении руководства биржи, осуществлении поставки или приеме товара; о внесении маржи; информация различных служб биржи о справочных материалах по результатам зарегистрированных сделок; о деятельности брокерских фирм; об объемах заключаемых сделок; о заявках и торгах на других биржах);

Биржевая информация.



Предоставление ее биржей имеет большое значение для участников торгов. Точная, своевременная и полная информация о заключенных сделках позволяет анализировать состояние рынка, принимать верные решения. Биржевая информация может быть текущей и сводной.

Текущая информация - это информация о последних сделках, заключенных на бирже. Подобная информация необходима для быстрой оценки изменения ситуации на рынке в текущий момент. На многих биржах эта информация выводится на электронное табло в виде бегущей строки и называется «тикерной информацией». Эта информация на фондовой бирже содержит следующие данные: символ компании; вид акций, являющихся объектом сделки; количество акций в сделке и цену одной акции.

Текущая информация обычно составляет коммерческую тайну и доступ к ней обеспечивается только для участников торгов, аккредитованных на данной бирже.

Сводная информация отражает окончательные итоги биржевого дня. Сводная информация используется участниками торгов для проведения технического анализа. На основе полученных и обобщенных данных о состоянии рынка принимаются решения о соответствующем поведении на следующих биржевых торгах.

Информационное обеспечение торгов включает создание списка товаров, выставляемых на торги; отображение информации на табло (о сделках, ценах, котировках, других условиях, влияющих на цены, о решениях руководства биржи); решения биржевого совета; рекламные объявления о биржевой деятельности по разным периодам и товарам; оперативное внесение изменений в заявки; прием срочных заявок; снятие заявок отсутствующих брокеров; выставление заявок на другие биржи; фиксирование факта сделки и времени ее заключения; оформление заключенных сделок (регистрация сделки); контроль заключенных сделок на соответствие правилам биржи; выдача информации о правильности сделки и времени ее заключения; передача результатов торгов в другие подразделения биржи; прием срочных заявок от брокеров и включение их в текущие торги; формирование архива сделок, а также заявок, не нашедших спроса (предложения); выдача архивных материалов; организация сделки по заявкам, поступившим с других бирж.

В частности, На ММВБ по итогам торгов ежедневно участники торгов получают информацию, содержащую сведения об обороте по ценным бумагам в рублях и единицах; цены сделок - последнюю, минимальную, максимальную; цены заявок -



максимальную покупки, минимальную продажи; котировки закрытия на покупку и продажу; средневзвешенную цену; доходность к погашению; количество заключенных сделок. Например, участники торгов на ММВБ по государственным краткосрочным бескупонным облигациям через компьютер получают информацию, содержащую:

- текущую цену спроса на облигацию;
- текущую цену предложения на облигацию;
- цену открытия;
- высшую цену текущего дня;
- цену закрытия предыдущего дня;
- разность на данный момент последней цены и цены открытия;
- доходность на данный момент;
- объем зарезервированных в торговой системе средств;
- объем заключенных на данный момент сделок.

Виды биржевых сделок. Согласно статье 7 Закона РФ от 20 февраля 1992 г. N 2383-I «О товарных биржах и биржевой торговле» биржевая сделка - зарегистрированный биржей договор (соглашение), заключаемый участниками биржевой торговли в отношении биржевого товара в ходе биржевых торгов. Порядок регистрации и оформления биржевых сделок устанавливается биржей.

Сделки, совершенные на бирже, но не соответствующие указанным выше требованиям, не являются биржевыми. Биржа вправе применять санкции к участникам биржевой торговли, совершающим на данной бирже небиржевые сделки. Биржевая сделка считается заключенной с момента ее регистрации в установленном правилами биржевой торговли. На многих биржах разработаны типовые договоры, поэтому в правилах биржевой торговли, принимаемых биржами, рекомендуется при оформлении всех видов документов учитывать содержание типовых договоров. Содержание биржевой сделки, за исключением наименования товара, количества, цены, места нахождения товара и срока исполнения, является коммерческой тайной и не подлежит разглашению. Сроки поставки товара определяются биржевой сделкой, а не правилами биржевой торговли.

Биржи определяют характер сделок, которые могут осуществляться на данной бирже. Так, например, на Российской бирже заключаются сделки с реальным товаром, ценными бумагами и фьючерсные сделки. Не вдаваясь в характер и особенности заключаемых сделок, следует отметить лишь то, что биржа



определяет стандартные контракты по каждому виду сделок, объемы сделок, стандартные данные поставок.

После окончания торговой сессии сделки оформляются соответствующим образом и регистрируются биржей. Для этих целей могут использоваться специальные компьютерные системы.

Сделки, заключенные в устной форме, имеют силу твердого контракта, оформляемого в письменной форме после завершения биржевого торга.

Подписанные и зарегистрированные на бирже контракты передаются клиентам против уплаты брокерских вознаграждений.

Порядок взаимных расчетов членов биржи и других участников биржевой торговли. Он определяет взаимные права и обязанности участников торгов, обеспечивает защиту их интересов.

Существующие системы расчетов весьма различны. Эти различия связаны как с национальными особенностями правил расчетов, так и с особенностями организации расчетов на конкретной бирже.

Например, в США расчеты осуществляются через Национальную клиринговую корпорацию. Нормальный срок поставки в США составляет пять рабочих дней после совершения сделки. В этот период осуществляется поставка ценных бумаг и совершается платеж. С 1995 г. Лондонская фондовая биржа также перешла на пятидневный срок улаживания вопросов поставки и расчетов по ценным бумагам.

В Японии наиболее распространенной системой расчетов является регулярное исполнение. Поставка осуществляется на третий рабочий день после заключения сделки. Для улаживания всех вопросов по сделкам с ценными бумагами каждая биржа открывает специальный счет в Центральной депозитарии - Японском депозитарном центре.

В России основная доля операций с корпоративными ценными бумагами осуществляется на внебиржевом рынке через Российскую торговую систему, правилами которой предусматривается срок осуществления платежа в течение двух банковских дней, следующих за днем представления документа, удостоверяющего перерегистрацию ценной бумаги на имя покупателя.



ТЕМА 11. ВНЕБИРЖЕВАЯ ТОРГОВЛЯ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

Основная часть операций с ценными бумагами осуществляется инвесторами через брокеров, которые каждому открывают специальный счет. Инвестор подает брокеру заявку на совершение сделки, под которой понимается взаимное соглашение, связанное с изменением имущественных прав, заложенных в ценной бумаге. Брокер получает комиссионное вознаграждение от совершения каждой сделки по заявке клиента.

В заявке указывается: наименование бумаги, характер операции (покупка или продажа), размер, максимальный срок исполнения, тип заявки. В мировой практике приняты четыре стандартных типа заявок: рыночная, с ограничением цены, «стоп»-заявка, «стоп»-заявка с ограничением цены.

По способу оплаты ценных бумаг выделяют сделки полностью оплаченные собственными средствами и сделки с использованием маржи.

Покупка ценных бумаг с использованием маржи предполагает, что инвестор за счет собственных средств оплачивает только часть сделки, а на недостающую сумму денежных средств ему предоставляет кредит брокерская контора. Следовательно, для клиента возникает эффект финансового рычага (левериджа). Сделки на покупку ценных бумаг с использованием маржи заключаются в тех случаях, когда инвестор ожидает повышения цен, а он сам реализует стратегию «быка», то есть, играет на повышение фондового рынка. Во избежание возникновения чрезмерного риска, законодательством, как правило, устанавливается требуемый уровень маржи. В случае снижения котировок акций, значение фактической маржи на счете клиента может оказаться ниже допустимого уровня, тогда он должен пополнить счет.

Разновидностью маржинальных сделок является продажа ценных бумаг «без покрытия» или короткая продажа. В этом случае брокер по поручению клиента продает ценные бумаги в надежде, что ко времени поставки он приобретет их по более низкой цене. Короткие продажи осуществляются тогда, когда инвестор ожидает снижения цен, а он сам реализует стратегию «медведя», то есть, играет на снижение фондового рынка.

В зависимости от цели совершения операций инвестором и его стратегии выделяют операции с ценными бумагами:

хеджирования, когда участник рынка заключает сделку,



противоположную основной (например, в ожидании поступления валюты открывает фьючерс на ее продажу) с целью минимизации риска изменения цен; хеджер закрывает свою позицию;

спекуляции, операции, направленные на получение максимальной прибыли от разницы цен; спекулянт, как правило, держит позицию открытой, сознательно принимая на себя повышенные риски, однако и убытки при этом могут быть значительными; арбитража – это одновременная покупка и продажа одних и тех же ценных бумаг, совершаемая на разных рынках; цель – получение прибыли за счет разницы цен; поскольку покупка и продажа совершаются почти одновременно, позиция является закрытой, а риски минимальными.

Спекулянты являются необходимым атрибутом фондового рынка, так как поддерживают его ликвидность, конкурентоспособность. Арбитражеры способствуют выравниванию цен на различных рынках и установлению справедливых цен.

Инвестиционные фонды - это механизм, при помощи которого индивидуальные инвесторы (розничные) передают денежные средства или активы в распоряжение профессиональных менеджеров для управления ими.

Названия таких коллективных фондов в разных странах часто служат причиной путаницы. Инвестиционные фонды, которые под названием взаимные фонды больше известны в США, паевые трасты в Великобритании, SICAV (Societe d'Investissement a Capital Variable – совместный фонд для инвестиций в переменный капитал) во Франции, бурно развивались в последние десятилетия, занимая все большую долю на рынке.

В коллективных фондах средства многих и многих частных лиц управляются как единый портфель, в котором у каждого инвестора есть доля, пропорциональная его инвестиции. Это дает следующие преимущества.

Во-первых, у розничных инвесторов нет ни времени, ни знаний в области процедур работы на фондовом рынке, но они хотят иметь те же преимущества от вложения средств, что и крупные профессиональные инвесторы. Это достигается в случаях, когда средствами управляют профессионалы, как в инвестиционном фонде.

Во-вторых, инвестиционные фонды практически во всех странах являются объектом законодательного регулирования, направленного на защиту интересов мелких инвесторов. Поэтому повышается надежность вкладов.

В-третьих, мелкие инве- сторы, когда их средства



управляются как одним крупным портфелем, могут достичь экономии за счет снижения затрат на диверсификацию и проведение операций (в расчете на единицу вложенных средств).

Существует множество типов организации инвестиционных фондов, но классифицировать их можно по трем основным параметрам: юридическая структура, операционная структура, типы финансовых активов.

С точки зрения юридической структуры фонды подразделяются на корпоративные, трастовые и контрактные. В зависимости от операционной деятельности существуют фонды закрытого и открытого типа. В соответствии с инвестиционной программой выделяются фонды облигаций, фонды акций и фонды смешанных инвестиций.

Инвесторы – не акционеры, а участники, имеют право пользоваться преимуществами прироста капитала, но не имеют права голоса. Зато они могут продать свои паи, тем самым, осуществив выход из фонда коллективных инвестиций.

Доход пайщика формируется не из дивидендов и процентов по вложенным средствам, а от прироста стоимости пая. Если стоимость активов фонда увеличилась, то пайщик получит прибыль, когда продаст свои паи. Никто заранее не гарантирует участнику прибыльности инвестиций – все зависит от профессионализма управляющей компании.

В инвестиционных фондах закрытого типа фонд не выкупает свои паи, они обращаются на биржевых или внебиржевых рынках и, соответственно, количество паев (или акций) остается постоянным за все время существования фонда. Дополнительный выпуск определяется только решением общего собрания.

Фонд открытого типа имеет переменный капитал. Паи (или акции) можно купить в фонде или предъявить к выкупу регулярно (чаще ежедневно).

Одним из наиболее важных показателей, имеющим отношение к деятельности инвестиционных фондов, является стоимость чистых активов фонда, под которой понимается разность между стоимостью всех активов (в рыночной оценке) и обязательствами. Тогда стоимость одного пая (акции) определяется путем деления всей стоимости чистых активов на количество паев (акций) в обращении.

Наличие коллективных фондов на национальном рынке ценных бумаг характеризует весь фондовый рынок как цивилизованный.

В дальнейшем рассмотрим инвестиционные фонды с



точки зрения российского законодательства и практики.

Деятельность таких фондов основана на профессиональной деятельности по управлению ценными бумагами. Деятельность по управлению ценными бумагами осуществляется на основе договора доверительного управления, наиболее распространенным из которых является управление специализированной управляющей компанией фондами коллективных инвестиций (паевыми инвестиционными фондами).

Инвестор может передать свое право на распоряжение ценными бумагами специальной организации, которая осуществляет функции управления ценными бумагами от своего имени за вознаграждение в течение определенного срока в интересах этого инвестора или указанных им третьих лиц. Такая организация называется управляющим.

В соответствии с российским законодательством наличие лицензии на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами не требуется, если доверительное управление связано только с осуществлением управляющим прав по ценным бумагам. Однако лицензия, выдаваемая ФСФР, требуется для специализированных управляющих компаний и других организаций, связанных с привлечением денежных средств и иного имущества путем размещения акций или заключения договоров доверительного управления в целях их объединения и последующего инвестирования

В настоящее время в России фонды коллективных инвестиций могут существовать в форме акционерных инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов (ПИФ), негосударственных пенсионных фондов (НПФ). Активно развиваются общие фонды банковского управления (ОФБУ), которые управляются обычными коммерческими банками. Сейчас они гораздо менее «зарегулированы» законодательством, имеют, относительно более широкую свободу в деятельности. Однако вложения в них представляют для инвестора и больший риск по сравнению с ПИФ, каждый шаг которых четко прописан в законах и пристально контролируется как государственными органами, так и саморегулируемыми организациями.

Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) – это обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление компании учредителями при условии его объединения, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией. Эта ценная бумага носит на-



Присоединение к договору доверительного управления ПИФом осуществляется путем приобретения инвестиционных паев, выдаваемых управляющей компанией.

Пай не имеет номинальной стоимости, так как его цена постоянно изменяется в зависимости от изменения цен на фондовом рынке, совершения операций с ценными бумагами, входящими в портфель. Проценты и дивиденды по инвестиционным паям не начисляются, но он предполагает получение определенного дохода в случае прироста капитала фонда.

В российской практике в зависимости от организационных процедур различают два типа ПИФов: открытые и интервальные. Открытый ПИФ дает инвестору право на ежедневную покупку и продажу паев, тогда как интервальный – лишь в предусмотренные правилами фонда дни, но не реже, чем один раз в год.

Расчетная стоимость инвестиционного пая определяется путем деления стоимости чистых активов ПИФа, определенной на дату принятия заявок на операции с инвестиционными паями, на указанное в реестре число инвестиционных паев ПИФа.

Официальными документами, содержащими необходимые сведения о ПИФе, являются Правила доверительного управления ПИФом, включающие инвестиционную декларацию, информацию об условиях привлечения средств, расходов управляющей компании, агентских комиссионных и размере вознаграждения управляющей компании, наименования депозитария, аудитора, регистратора, оценщика.

Нормальную деятельность ПИФов обеспечивают также регистратор, аудитор и специализированный депозитарий.

Стратегии управляющих компаний по управлению портфелем паевого фонда различны, поэтому разные фонды обеспечивают неодинаковый уровень доходности и надежности для пайщиков.



ТЕМА 12. ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ РЦБ

1. Как указано в классической книге по инвестициям, инвестиционный процесс, под которым понимается «...принятие инвестором решения относительно ценных бумаг, в которые осуществляются инвестиции,

объемов и сроков инвестирования» начинается с выбора инвестором инвестиционной политики. На этом этапе определяется приемлемое для инвестора соотношение доходности и риска, его цели.

Последующие этапы инвестиционного процесса включают: осуществление финансового анализа; формирование портфеля ценных бумаг; пересмотр портфеля и оценку его эффективности.

Чтобы выбрать инвестиционную политику необходимо определить отношение инвестора к риску, то есть, на какую максимальную величину риска он согласен при возможном увеличении доходности, или, на какой рост доходности он рассчитывает, принимая дополнительный риск.

Выделяют следующие основные виды стратегии:

1) агрессивная стратегия, рассчитана на инвесторов, которые ради сверхвысоких прибылей готовы пожертвовать надежностью, поэтому такие инвесторы выбирают высокодоходные инструменты с высоким риском;

2) консервативная стратегия, при которой ограничивается верхний уровень риска, предпочитает вложения в надежные, но менее доходные инструменты;

3) смешанная стратегия – промежуточный вариант между агрессивным и консервативным подходами, риск и доходность идеально сбалансированы.

С точки зрения сроков владения стратегия может характеризоваться пассивным управлением, когда предполагается владение ценными бумагами достаточно длительное время, и активным управлением, когда ценные бумаги в портфеле достаточно часто меняются.

Основная задача инвесторов – выявить неверно оцененные рынком ценные бумаги, оценить ожидаемую доходность, вероятность ее получения, спрогнозировать сценарии развития событий.

Эта задача решается на этапе анализа ценных бумаг. Все многообразие подходов к этой процедуре можно разделить на два направления: технический и фундаментальный анализ.

2. Технический анализ (technical analysis) построен на



исследовании динамики курсов ценных бумаг в прошлые периоды, на основе которого выявляются повторяющиеся тенденции. Текущий курс сравнивается с выявленными ранее тенденциями, определяются аналогии и делаются прогнозы относительно дальнейшего роста или снижения цен. Естественно, что, если предполагается падение курса, то имеющиеся ценные бумаги надо продавать, и наоборот.

Технические аналитики стремятся спрогнозировать краткосрочное движение курсов и дают рекомендации относительно времени заключения сделок. При этом активно используются графики динамики курсов.

3. Фундаментальный анализ исходит из того, что существует «истинная» или внутренняя стоимость каждой ценной бумаги, которая в упрощенном виде равна приведенной стоимости будущих (предполагаемых) доходов. Эта внутренняя стоимость определяется с помощью методов дисконтирования, при этом аналитик прогнозирует сразу несколько параметров: ставку дисконтирования, момент получения дохода, сумму дохода.

Для оценки действительной (ожидаемой) стоимости ценных бумаг чаще всего применяются модификации формулы базовой модели оценки финансовых активов (DCF-модель):

$$V_0 = \sum C F_t / (1 + k)^t, \quad (1)$$

где V_0 – текущая, или приведенная, стоимость актива;

$C F_t$ – ожидаемые денежные поступления (приток или отток) в момент t ;

k – требуемая доходность в период t .

Суммирование осуществляется за число периодов n , в которых ожидается поступление денежных средств.

Поскольку курс ценных бумаг постоянно меняется, общее правило фундаментального аналитика выявить недооцененные рынком активы, чтобы, инвестируя в них, в долгосрочной перспективе получить прибыль от роста курсовой стоимости. С другой стороны, когда рыночная стоимость больше «действительной» стоимости, акция явно переоценена рынком. Рано или поздно рынок осознает это, и, следовательно, цена неминуемо снизится, инвестор понесет убыток. Поэтому такие акции надо продавать.

На третьем этапе формируется портфель ценных бумаг. Фондовым портфелем или портфелем ценных бумаг называется набор разных ценных бумаг у инвестора. Составление портфеля путем включения в него различных активов позволяет им разумно управлять, то есть осуществлять диверсификацию. Одновременное инвестирование в ценные бумаги различных категорий и



различных эмитентов позволяет значительно снизить риск, относящийся к отдельным компаниям, что и является целью диверсификации. Естественно, что совсем избавиться от риска практически не возможно, всегда остается недиверсифицируемый риск, связанный с конъюнктурными колебаниями, который называется рыночным.

В зависимости от предпочтений инвестора и выбранной на первом этапе стратегией задача управления фондовым портфелем может выглядеть двояко:

а) максимизация доходности портфеля при фиксированном уровне его риска (агрессивный портфель);

б) минимизация риска портфеля при фиксированной требуемой средней доходности портфеля (консервативный портфель).

Четвертый этап инвестиционного процесса – пересмотр портфеля и оценка его эффективности – связан с расчетом показателей доходности и риска, сравнение их с требуемыми значениями, а затем повторяется процедура первых трех этапов. Необходимость пересмотра портфеля обусловлена тем, что со временем инвестор осознает его не достаточную оптимальность и желает сформировать другой портфель, с более близкими к целевым показателями риска и доходности. При этом соизмеряются затраты на пересмотр портфеля и возможные выгоды от такого пересмотра.

В мировой практике широко развита деятельность финансовых аналитиков, которые профессионально занимаются оценкой ценных бумаг и дают рекомендации по инвестированию. В российском законодательстве такое понятие отсутствует, однако на практике организации профессиональных участников рынка ценных бумаг, корпоративные инвесторы в своем составе имеют аналитические отделы. Брокеры имеют право давать консультации и соответствующие рекомендации розничным инвесторам, не относящимся к квалифицированным.

4. Таким образом, основные показатели оценки ценных бумаг – это их доходность и рискованность вложений.

Доходность операций с ценными бумагами представляет собой относительную величину: доход соотносится с затратами на их приобретение. Доходность выражается в процентах, пересчитанных на владение в течение года.

Первоначальные вложения оцениваются по фактическим затратам на приобретение ценных бумаг, которые складываются из цены самого актива, премий и скидок, а также оплаты услуг финансового консультанта, вознаграждения финансовому брокеру, налога на операции с ценными бумагами и др.



Полученная (или ожидаемая к получению) доходность по ценным бумагам сопоставляется с гарантированным альтернативным доходом. В качестве такого гарантированного дохода рассматривается процент, выплачиваемый банком по депозитам, либо процент, выплачиваемый государством по облигациям или казначейским обязательствам. При высоких банковских процентах (или высокой доходности государственных ценных бумаг) вложения в иные бумаги невыгодны. В такой ситуации, как правило, фондовый рынок снижает активность, цены падают.

Рискованность вложений в ценные бумаги связана с вероятностью того, что доход от владения ими изменится, и не будет соответствовать ожиданиям. Так, например, акции обеспечивают более высокую доходность, однако подверженную более значительным колебаниям. Поэтому инвестору необходимо явно осознавать те риски, которые он на себя принимает. На фондовом рынке не принято надеяться на «авось».

Каждый инвестор в инвестиционном процессе придерживается своей системы, однако существует несколько общих правил, о некоторых из которых уже говорилось выше и которые представлены далее в виде «наивных» истин.

1. Золотое правило инвестирования: чем доходнее, тем рискованнее. Когда это правило забывается, на фондовом рынке возникают «мыльные пузыри», которые со временем лопаются, вызывая не только разочарования, но и разорение инвесторов.

2. Правило равновесия: деньги бегут туда, где им лучше. Свободные денежные средства стремятся прийти на высокодоходные рынки и вовремя уйти с рынков, теряющих привлекательность.

3. Правило наивной диверсификации: не клади яйца в одну корзину. Правило забывается, когда инвесторы увлекаются какой-нибудь одной «фишкой», – например, высокими технологиями.

4. Правило убывающей ликвидности: легче деньги превратить в товар, чем наоборот. Во времена гиперинфляции все предпочитают приобретать нефондовые и неденежные активы. Вопрос только, на каких условиях удастся вернуться назад, в деньги, когда инфляция замедлится.

5. Правило мягких падений: боишься упасть – подстели соломку. Отсюда возникает механизм хеджирования.

Далее рассмотрены примеры расчета некоторых облигаций.

На практике для приближенной оценки доходности облигаций используют упрощенный метод, согласно которому

$$\text{ипд} = g * P_n + (P_n - P_r) / nPr = g + (100 - K)/nK. (2)$$

где ипд – полная доходность облигации;



Рынок ценных бумаг

n – срок владения облигацией (срок до погашения) лет.

Пример 1. Облигация со сроком до погашения два года, имеющая годовой купонный доход в размере 16%, приобретена по курсу 97. Необходимо рассчитать полную доходность облигации.

Текущая доходность по этой облигации составляет:

$$i_{тд} = 16 / 97 = 0,1649 \text{ или } 16,49\% \text{ годовых.}$$

Приближенное значение полной доходности по формуле (2):

$$i_{пд} = 16 + (100 - 97)/297 = .18,04\%$$