

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ И БИРЖЕВОЕ ДЕЛО



JAPANESE YEN D-MARK SWIT

JY25 JYH6 DMH5 DMU5 SFM5

1 1566 1700 1840 7169 7195 8680 8710

2 17166 18678

0 1610 1732 1880 7185 72058 8710 8710

4 1565 1700 1840 7126 7155 8617 8617

JK 82 7 6: 23K 491 19K

S CLS CLS CLS : CLS CLS : CLS

**РЫНОК
ЦЕННЫХ БУМАГ
И БИРЖЕВОЕ ДЕЛО**

SECURITIES MARKET AND ACTIVITIES AT STOCK EXCHANGES

Edited by
*O.I. Degtiareva, N.M. Korshunov,
E.F. Zhukov*

Textbook



Moscow • 2004

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ И БИРЖЕВОЕ ДЕЛО

Под редакцией
*О.И. Дегтяревой, Н.М. Коршунова,
Е.Ф. Жукова*

*Рекомендовано Министерством образования
Российской Федерации в качестве учебника
для студентов высших учебных заведений*

*Рекомендовано Учебно-методическим центром
«Профессиональный учебник» в качестве учебника
для студентов высших учебных заведений*



Москва • 2004

УДК 336.076(075.8)
ББК 65.262.29я73
Р95

Рецензенты:

д-р экон. наук, проф. *Л.Н. Павлова*
(Российская академия государственной службы при Президенте РФ);
д-р экон. наук, проф. *А.М. Тавасиев*
(Государственный университет управления);
канд. юрид. наук, доц. *П.В. Алексей*
(Юридический институт МВД РФ)

Главный редактор издательства
кандидат юридических наук,
доктор экономических наук *Н.Д. Эриашвили*

Р95 **Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учебник для вузов**
/Под ред. проф. О.И. Дегтяревой, проф. Н.М. Коршунова,
проф. Е.Ф. Жукова. — М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004. — 501 с.

ISBN 5-238-00319-6

Дается анализ института ценных бумаг — одного из сложнейших институтов современного гражданского права, подведены итоги развития рынка ценных бумаг за последние годы как в большинстве западных стран, так и в странах с переходной экономикой, включая Россию. Освещена организация рынка ценных бумаг, раскрыты вопросы моделирования рынка и влияния на него мирового финансового кризиса.

Рассмотрены различные аспекты современных биржевых операций: организация и техника биржевых сделок, условия биржевых контрактов, стратегия и тактика различных категорий участников биржевой торговли.

Для студентов и преподавателей экономических специальностей, слушателей школ бизнеса, а также для работников бирж и специалистов биржевой торговли.

ББК 65.262.29я73

ISBN 5-238-00319-6

© Коллектив авторов, 2002
© ИЗДАТЕЛЬСТВО ЮНИТИ-ДАНА, 2002
Воспроизведение всей книги или любой
ее части запрещается без письменного
разрешения издательства

К читателям

Учебник «Рынок ценных бумаг и биржевое дело» подготовлен авторским коллективом профессоров и доцентов ряда высших учебных заведений г. Москвы (МГИМО, МГУ, Юридического института МВД РФ, ВЗФЭИ).

Актуальность учебника определяется тем, что в нем подведены итоги развития рынков ценных бумаг за последние годы как в большинстве западных стран, так и в странах с переходной экономикой, включая Россию.

За последние десять лет на рынках ценных бумаг ряда стран произошли большие эволюционные изменения, вызванные экономическим развитием и глобализацией экономик, а также крупные потрясения в конце 90-х годов (азиатский финансовый кризис, дефолт в России).

Современный рынок ценных бумаг, выполняющий роль дополнительного или альтернативного источника финансирования экономики на микро- и макроуровне, характеризуется многочисленными спекулятивными процессами и эмиссиями большого количества производных ценных бумаг и финансовых инструментов, что способствует его неустойчивости. В учебнике анализируются эти новые в определенной степени процессы, происходящие на рынке ценных бумаг. А поскольку большая часть литературы, посвященная рынкам ценных бумаг в ведущих западных странах и в России, и в частности учебников и учебных пособий, была издана в начале и середине 90-х годов, естественно, в ней не могли быть отражены новые процессы.

Учебник предназначен для студентов и аспирантов, преподавателей экономических и финансовых вузов России, а также может быть использован практическими работниками кредитно-финансовых институтов и финансовых бирж.

*Н.М. Коршунов,
доктор юридических наук,
профессор, Заслуженный юрист РФ*

1.1. Классификация ценных бумаг

Закон «О рынке ценных бумаг» определяет ценную бумагу как любую ценную бумагу, в том числе бездокументарную.

В качестве эмитентов ценных бумаг выступают юридические лица, государственные органы, органы местной администрации, предприятия, учреждения, организации, несущие от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных ими.

Формы эмитирования ценных бумаг различны: именные, на предъявителя, в форме бухгалтерских записей.

Именные эмиссионные ценные бумаги — это ценные бумаги, информация о владельцах которых должна быть доступна эмитенту из реестра владельцев ценных бумаг; переход прав на них и осуществление закрепленных ими прав требуют обязательной идентификации владельца.

Эмиссионные ценные бумаги на предъявителя — это ценные бумаги, переход прав на которые и осуществление закрепленных ими прав не требует идентификации владельца.

Ценные бумаги могут быть эмитированы в документарной и бездокументарной формах.

Документарная форма эмиссионных ценных бумаг — это форма эмиссионных ценных бумаг, при которой владелец устанавливается на основании предъявления оформленного надлежащим образом сертификата ценной бумаги или — в случае депонирования такого — на основании записи по счету депо.

Бездокументарная форма эмиссионных ценных бумаг — это форма эмиссионных ценных бумаг, при которой владелец устанавливается на основании записи в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или — в случае депонирования ценных бумаг — на основании записи по счету депо.

Действующее законодательство для любой ценной бумаги закрепляет следующие основные признаки:

Во-первых, ценная бумага — это документ установленной формы с обязательными реквизитами¹. Следовательно, в определении ценной бумаги на первый план выступают ее форма и содержание. С точки зрения теории формы сделок, любой документ представляет собой словесную письменную форму выражения и закрепления воли участников сделки². Если принять во внимание, что всякая ценная бумага удостоверяет и выражает сделку и порожаемое ею обязательство, то понятным и оправданным будет применение к ней общих положений этой теории.

Документы могут «фиксироваться» на различных носителях и, как следствие, иметь различную форму или, точнее, различную материализацию письменной формы. Традиционные документы выражены на бумажном носителе, который до недавнего времени рассматривался в качестве едва ли не единственного средства материализации документа. На бумажном носителе ценные бумаги традиционно выражались в виде отдельно существующего документа, текст которого воспроизводит обязательные реквизиты ценной бумаги, и ничего более. Ценные бумаги в таком виде именуются *документарными классическими ценными бумагами*.

К форме такого документа закон предъявляет особые требования. Но это всего лишь квалифицированная форма письменной сделки, предусмотренная законом. В ч. 2 п. 1 ст. 160 ГК РФ говорится, что «законом, иными правовыми актами и соглашением сторон могут устанавливаться дополнительные требования, которым должна соответствовать форма сделки (совершение на бланке определенной формы, скрепление печатью и т.п.), и предусматриваются последствия несоблюдения этих требований». Таким образом, на наш взгляд, предпочтительной является позиция тех ученых, кто форму ценной бумаги усматривает в «технических характеристиках исполнения бланка»³.

¹ Под документом в соответствии со ст. 1 Федерального закона «Об обязательном экземпляре документов» от 29 декабря 1994 г. следует понимать материальный объект с зафиксированной на нем информацией в виде текста, звукозаписи или изображения, предназначенный для передачи во времени и пространстве в целях хранения и общественного использования.

² «Форма в сделке представляет собой тот способ, при помощи которого фиксируется волеизъявление, направленное на совершение сделки» (см. *Иоффе О. С. Советское гражданское право.* — М., 1967. — С. 273).

³ *Мурзин Д. В. Указ. соч.* — С. 10.

Содержание такой ценной бумаги также предельно формализовано. Классические ценные бумаги должны обладать идентификационными признаками, или реквизитами, определяемыми законодательством. Например, согласно ст. 878 ГК РФ, чек должен содержать:

- 1) наименование «чек», включенное в текст документа;
- 2) поручение плательщику выплатить определенную денежную сумму;
- 3) наименование плательщика и указание счета, с которого должен быть произведен платеж;
- 4) указание валюты платежа;
- 5) указание даты и места составления чека;
- 6) подпись лица, выписавшего чек, — чекодателя.

Отсутствие в ценной бумаге хотя бы одного из обязательных реквизитов или несоответствие ценной бумаги установленной для нее форме, согласно п. 2 ст. 144 ГК РФ, влечет ее ничтожность, т. е. недействительность, вытекающую из самого факта ее совершения и презюмируемую независимо от решения суда.

Ценная бумага, однако, может фиксироваться и функционировать не только в виде отдельно взятого документа, но и как составная часть документа, который сам по себе ценной бумагой не является. В этом случае принято говорить о *бездокументарных ценных бумагах*, формой представления которых являются записи в специальном реестре¹. Поскольку такое представление в корне изменяет характеристику ценной бумаги, делая ее как бы «тенью», отбрасываемой правоустанавливающим документом (реестром ценных бумаг), постольку понадобилось введение в оборот суррогатов ценной бумаги — различного рода сертификатов и других аналогичных документов, подтверждающих права владельцев ценных бумаг. Легализует существование таких документов в гражданском обороте ч. 2 п. 1 ст. 149 ГК РФ, в соответствии с которой лицо, осуществившее фиксацию права в бездокументарной форме, обязано по требованию обладателя права выдать ему документ, свидетельствующий о закреплённом праве.

В соответствии со ст. 2 Закона «О рынке ценных бумаг» *под документарной формой эмиссионных ценных бумаг понимается форма эмиссионных ценных бумаг, при которой владелец устанавливается на основании предъявления оформленного надлежащим образом сертификата ценной бумаги или, в случае депонирования*

¹ Однако не следует исходя из этого отождествлять бездокументарную форму с «бесбумажной формой» и, наоборот, документарную форму только с бумажным носителем, как это иногда делается в экономической литературе (см.: Рынок ценных бумаг / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. — М., 1996. — С. 1).

такового, — записи по счету депо. Соответственно бездокументарная форма раскрывается как форма эмиссионных ценных бумаг, при которой владелец устанавливается на основании записи в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или, в случае депонирования ценных бумаг, — записи по счету депо. Тем самым в основе деления ценных бумаг на документарные и бездокументарные лежит не форма сделки, но ее квалифицирующие признаки. «В поисках примирения обычной и бездокументарной ценной бумаги именно форма выдвигается как связующее звено»¹. И документарные, и бездокументарные ценные бумаги отличается всего лишь разная квалификация письменной формы фиксации прав на бумажном носителе, и если не выступать против того очевидного факта, что по букве закона бездокументарные ценные бумаги также считаются ценными, как и классические, то остается только прибегнуть к поиску связующего звена, которое могло бы объединить в едином понятии эти две формы представления ценных бумаг².

В одних случаях этот поиск ведется в направлении аналогии или конструирования теории квази ценных бумаг. Суть этих попыток может быть сведена к следующему. Ценные бумаги, согласно этой точке зрения, — это документы, которые законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке отнесены к числу ценных бумаг. Гражданский кодекс РФ называет бездокументарной ценной бумагой «фиксацию прав, закрепляемых этой бумагой, в том числе в бездокументарной форме» (ст. 143). В п. 2 ст. 142 ГК говорится о том, что в случаях, предусмотренных законом или в установленном им порядке, для осуществления и передачи прав, удостоверенных ценной бумагой, достаточно доказательств их закрепления в специальном реестре (обычном или компьютеризованном). Все это дает основание утверждать, что бездокументарные ценные бумаги представляют собой имущественные права, приравненные к ценным бумагам по правовому режиму, поскольку в соответствии со ст. 149 ГК РФ к такой форме фиксации прав применяются правила, установленные для ценных бумаг, если иное не вытекает из особенностей фиксации.

¹ Рынок ценных бумаг / Под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова — М., 1996 — С. 11

² Или, как их называет Д. В. Мурзин, «формы фиксации прав, удостоверенных ценной бумагой». Причем в отличие от Д. В. Мурзина мы не считаем, что Гражданский кодекс РФ дает два различных определения ценной бумаги — документарной и бездокументарной. К сожалению, в тексте закона прямо не говорится о бездокументарных ценных бумагах, и в этом смысле содержание ст. 149 ГК не вполне отвечает ее названию. В действительности в ней идет речь об особой форме фиксации прав, удостоверенных обычной ценной бумагой.

По существу, каждое такое право, не будучи выражено отдельным документом, остается частью гражданско-правового обязательства, как считают В.А. Белов, В.П. Павлов и др.

В иных случаях конструируется абстрактное понятие ценной бумаги, для которой форма фиксации имеет вторичное значение. Тупиковыми, по мнению Д.В. Мурзина, являются пути, когда с одной стороны, за легальное определение ценной бумаги принимается только относящееся к документарной бумаге, а с другой — то же определение отвергается как оставляющее за скобками бездокументарные ценные бумаги и поэтому страдающее явной неполнотой. Поэтому, в первую очередь, необходимо обнаружить точки соприкосновения обычной и бездокументарной ценной бумаги¹. Представители этого направления, например Д.В. Мурзин, понимая, что единственным связующим звеном между обычной и бездокументарной ценными бумагами остается выраженное в них субъективное право, формулируют представления о ценной бумаге как о фикции бестелесной вещи.

Технический прогресс перевернул традиционные представления о документах как о бумажных вещах с зафиксированной на них текстовой либо визуальной информацией. Появление и развитие средств звукозаписи, а затем и электронно-вычислительной техники заставили признать значение документа за объектами с такими свойствами, которые исключали органолептическое, непосредственное восприятие содержания данного документа. Для этого потребовались специальные средства воспроизведения. Соответственно и для составления таких документов стали нужны иные средства записи, нежели ручка, перо или даже пишущая машинка.

Тем не менее идет ли речь о бумажной вещи с зафиксированным на ней текстом либо об электронных носителях текстуальной информации, которая может быть воспроизведена визуально и материально, перед нами в широком смысле документ с «информацией в виде текста». Данное обстоятельство получило прямое законодательное подтверждение в Федеральном законе «Об информации, информатизации и защите информации» от 20 февраля 1995 г., в ст. 2 которого записано, что «документированная информация (документ) — это зафиксированная на материальном носителе информация с реквизитами, позволяющими ее идентифицировать».

¹ Рынок ценных бумаг / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. — М., 1996. — С. 6.

Электронный способ фиксации документа используется сегодня только для бездокументарных ценных бумаг (записей в электронном реестре — ст. 142, 149 ГК РФ). Однако не существует никаких объективных препятствий ни для электронных вариантов документарных ценных бумаг, ни для электронных версий сертификатов ценных бумаг¹.

Во-вторых, всякая ценная бумага должна удостоверять определенные права (требования уплаты конкретной денежной суммы, дивидендов или процентов и т. п.), которые имеет указанный в бумаге законный владелец в отношении обязанного лица, также обозначенного в бумаге. Хотя в ГК РФ говорится лишь об имущественных правах, удостоверяемых ценными бумагами, в них могут содержаться и иные права. Например, акция помимо имущественных прав удостоверяет право на участие в управлении делами акционерного общества. Уже в Законе «О рынке ценных бумаг» присутствует более полная характеристика этого признака ценной бумаги. В ст. 2 данного нормативного акта говорится, что ценная бумага закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных настоящим Федеральным законом формы и порядка. Ценные бумаги могут удостоверять не любые виды гражданских прав, а только указанные в Законе.

В-третьих, ценной бумагой является не всякий документ, даже и удостоверяющий с соблюдением определенной формы и реквизитов определенные права. Для того чтобы такой документ обращался как ценная бумага, необходимо прямое указание Закона о придании ему статуса ценной бумаги. Не относятся поэтому к ценным бумагам сертификаты ценных бумаг, выписки из реестров владельцев ценных бумаг, чековые (лицевые) счета, свидетельства о депонировании ценных бумаг и т. п.² Этот внешне

¹ Однако уже с появлением возможности фиксации прав, предоставляемых ценными бумагами, в специальных реестрах термин «ценная бумага» сделался анахронизмом, поскольку этот документ утратил вид отдельно существующей бумаги. С переходом же на электронные средства фиксации он, по сути, стал «лингвистической фикцией». А это невольно подталкивает исследователей к экстраполяции лексических норм на нормы юридические. Раз термин «ценная бумага» по отношению к имущественным правам, зафиксированным в электронном реестре, является фикцией, то фикцией является и сам объект гражданских прав, обозначаемый этим термином.

² Не относится к числу ценных бумаг и так называемая «золотая акция», существо которой сводится к специальному праву на участие Российской Федерации, субъектов РФ и муниципальных образований (государства) в управлении откры-

формальный признак на самом деле является решающим условием для юридической науки и практики, поскольку юридическая сущность ценной бумаги такова, что практически любое имущественное право может быть представлено в данной вещной форме³. Кроме того, существенность данного признака объясняется еще и тем, что науке (и экономической, и юридической) до сих пор не удается выработать сколько-нибудь приемлемое единое определение ценных бумаг. Но если невозможно дать строго научное, а затем и юридическое определение, если невозможно сформулировать понятие ценной бумаги на все случаи жизни, то эту трудность можно обойти путем исчисления признанных государством конкретных видов ценных бумаг, которые имеются в практике⁴.

Однако данное правило следует трактовать не только как прямое упоминание в законе того или иного документа (имущественного права) как ценной бумаги, но и в порядке, определяемом в законе. К числу ценных бумаг второго вида относится, например, опционное свидетельство, причисленное к числу ценных бумаг постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг РФ «Об опционном свидетельстве, его примене-

тыми акционерными обществами, созданными в процессе приватизации. По мнению Д.В. Мурзина, «специальное право — «золотая акция» выступает средством ограничения гражданских прав (в данном случае — прав других акционеров. — *Прим. авт.*) по основаниям, предусмотренным ч. 2 п. 2 ст. 1 ГК РФ». Нельзя относить к ценным бумагам и другую разновидность субъективных прав, связанных с функционированием акционерного общества, каковой являются объявленные акции. Объявленные акции означают возможность для общества размещать оговоренное количество акций дополнительно к уже размещенным и приобретенным акционерами акциям (размещенные акции), номинальная стоимость которых формирует собственно уставный капитал. Ценными бумагами объявленные акции становятся после перевода в разряд размещенных акций при прохождении процедуры государственной регистрации выпуска таких акций.

³ Российский исследователь природы ценных бумаг на предъявителя Н.О. Нерсесов отнес к ценным бумагам не только конститутивные, но и легитимирующие документы (билеты, ломбардные документы, страховые полисы и др.) По его мнению, «некоторые из институтов гражданского права стоят как бы на рубеже вещного и обязательственного права... По некоторым свойствам они подлежат определением обязательственного права, а по другим — вещного права. Не случайно по этому поводу В.А. Белов заметил, что, вероятно, «во всяком субъективном праве можно найти черты как права вещного, так и права обязательственного» (см.. *Белов В.А. «Неразгаданный» Нерсесов // Нерсесов Н.О. Представительство и ценные бумаги в гражданском праве. — М., 1998. — С. 2).*

⁴ *Рынок ценных бумаг. Указ. соч. — С. 10.*

нии и утверждении стандартов эмиссии опционных свидетельств и их проспектов эмиссии»¹ № 1 от 9 января 1997 г.

В-четвертых, важнейшей особенностью ценных бумаг является возможность их передачи другим лицам. Способы такой передачи могут быть самыми различными (уступка требования для именных бумаг, вручение — для предъявительских и т. д.). С передачей ценной бумаги к новому обладателю переходят в совокупности все удостоверенные ею права. Это означает, что обладание ценной бумагой легитимирует владельца в качестве субъекта права из бумаги.

Под *легитимацией* принято понимать подтверждение и публичное признание определенного лица носителем определенного субъективного права, в нашем случае — управомоченным держателем ценной бумаги, воплощающим это право².

Легитимация держателя ценной бумаги вытекает из ее содержания, и в зависимости от способа легитимации ценные бумаги классифицируются на именные, предъявительские и ордерные. Согласно ст. 145 ГК РФ, права, удостоверенные ценной бумагой, могут принадлежать:

- 1) предъявителю ценной бумаги (ценная бумага на предъявителя);
- 2) названному в ценной бумаге лицу (именная ценная бумага);
- 3) названному в ценной бумаге лицу, которое может само осуществить эти права или назначить своим распоряжением (приказом) другое управомоченное лицо (ордерная ценная бумага).

Легитимация каждого последующего владельца происходит с соблюдением специальных правил. Для именных ценных бумаг — в порядке цессии (п. 2 ст. 146 ГК РФ) с помощью отдельного документа — передаточного распоряжения (п. 20.2 Временного положения о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг, утвержденного постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 12 июля 1995 г. № 3) или без такового с предъявлением первичных документов, подтверждающих переход права собственности на акции (абз. 2 п. 4 постановления Пленума Верховного Суда РФ и Пленума Высшего Арбитражного Суда РФ № 4/8 от 2 апреля 1997 г. «О некоторых вопросах применения Федерального закона «Об акционерных обществах».

¹ См.: Вестник ФКЦБ России. 1997. № 1. Возможность эмиссии такого рода бумаг была предусмотрена п. 1 ст. № 16 Федерального закона «О приватизации государственного имущества и об основах приватизации муниципального имущества в Российской Федерации» // Российская газета. 1997. 2 августа.

² Белов В.А. Указ. соч. — С. 71.

Кроме того, о состоявшейся передаче прав по именной ценной бумаге должен быть поставлен в известность регистратор (депонент) для производства соответствующих записей, фиксирующих нового владельца. Предъявительские и ордерные ценные бумаги передаются путем простого вручения.

В-пятых, ценной бумаге присуще свойство публичной достоверности, суть которого заключается в предельном ограничении круга тех оснований, которые могут дать право должнику отказать от исполнения лежащей на нем обязанности¹. Ценная бумага, например, не может быть оспорена должником по мотиву отсутствия обязательства либо недействительности сделки, лежащей в его основании. Иными словами, публичная достоверность — это такое свойство ценной бумаги, которое обязывает должника произвести исполнение по ней, удостоверившись лишь в наличии необходимых реквизитов, а ее владельца освобождает от проверки оснований выдачи ценной бумаги, если она имеет соответствующие формальные признаки². Как пишет М.М. Агарков, «...публичная достоверность исключает возможность возражений, основанных на отношениях, не получивших выражения в тексте бумаги». Иными словами, признак публичной достоверности означает также, что должник не имеет права на возражения, вытекающие из его отношений с кем-либо из лиц, бывших в прошлом добросовестным и законным (т. е. надлежащим образом легитимированным) держателем этой ценной бумаги³.

По формальным основаниям разрешены возражения, например, ссылка на просрочку представления ценной бумаги к исполнению, на подделку либо подлог. Владелец ценной бумаги в случае обнаружения подлога или подделки ценной бумаги приобретает право по отношению к лицу, передавшему ему такую бумагу, требовать надлежащего исполнения обязательства, удостоверенного этой бумагой, и возмещения убытков.

Кроме того, должник вправе выдвигать против требований кредитора возражения, основанные на отношениях, связывающих их друг с другом и известных кредитору⁴.

¹ См.: *Гражданское право*. Учеб. — Часть 1 / Под ред. Ю.К. Толстого, А.П. Сергеева. — М., 1999. — С. 182.

² См. *Комментарии* части первой Гражданского кодекса Российской Федерации для предпринимателей. — М.: Фонд «Правовая культура», 1995. — С. 183.

³ *Агарков М.М.* Основы банковского права. Учение о ценных бумагах. — М.: БЕК, 1994. — С. 201, 206.

⁴ В п 9 «Обзора практики разрешения споров, связанных с использованием векселей указывается, что «в абстрактном обязательстве кредитор не обязан

В-шестых, абстрактность ценных бумаг. Публичная достоверность сама в свою очередь происходит от особого свойства ценных бумаг, именуемого абстрактностью. Эта особенность зафиксирована в ч. 1 п. 2 ст. 147 ГК РФ, в соответствии с которой отказ от исполнения обязательства, удостоверенного ценной бумагой, со ссылкой на отсутствие его основания либо на его недействительность не допускается.

Абстрактность ценной бумаги как обязательства не следует отождествлять с абстрактностью ее как объекта гражданского права и документа. Если для должника наличность и действительность обязательства не имеют значения для его исполнения и если оно удостоверено ценной бумагой, то для кредитора во всех ценных бумагах, за исключением векселей и чеков, должны быть указаны основания выдачи¹. В то же время абстрактность обязательства по ценной бумаге не исключает наличия абстрактных и каузальных ценных бумаг. Однако в каузальной ценной бумаге указание об основаниях ее выдачи не дает права должнику отказаться от исполнения по ней в связи с отсутствием либо недействительностью удостоверенного ею обязательства.

Из этого признака Д.В. Мурзин, например, делает вывод о том, что влияние основания, или каузы, на ценные бумаги имеет специфический характер, отличный от того, который восходит еще к традициям римского частного права. С некоторой долей сомнения он предлагает рассматривать практическую ценность классификации ценных бумаг на абстрактные и каузальные сегодня «только в том, что указание на основание выдачи ценной бумаги в таких бумагах, в которых законом прямо предусмотрено, что они содержат ничем не обусловленное требование к обязанному лицу (вексель и чек), влечет их ничтожность. В то же время так называемые каузальные ценные бумаги вполне могут существовать без указания на это в самом тексте бумаги»². По В.А. Белову, относящему каузу к существенным реквизитам ценной бумаги, такая классификация имеет значение для распределения бремени доказывания основания обязательства по ценной бумаге. Если кредитор предъявляет требования по каузальной ценной бумаге, то он должен доказать, что обязан-

доказывать наличие основания требования. Но если должник доказал отсутствие основания вексельного обязательства и известность этого факта кредитору по связывающей их (выд. авт.) гражданско-правовой сделке, оснований для взыскания средств по векселю не имеется (Вестник Высшего Арбитражного Суда РФ — 1997. — № 10).

¹ Белов В.А. Указ соч. — С. 67—68.

² Мурзин Д.В. Указ соч. — С. 21

ностям должника соответствует конкретное основание выдачи им ценной бумаги. И напротив, для требований из абстрактных ценных бумаг кредитор не должен доказывать наличие и основание своих прав: они предполагаются существующими. Должник в этом случае должен сам доказать, что права кредитора безосновательны¹.

В-седьмых, традиционным признаком ценной бумаги является ее неразрывная связь с реализацией закрепляемых ею прав. Для их осуществления по общему правилу требуется предъявление самой ценной бумаги либо доказательств ее закрепления в специальном реестре. Данное свойство ценных бумаг неразрывно связано с их публичной достоверностью, и ему придается законом исключительное значение (ст. 142 ГК РФ). Без него публичная достоверность лишена смысла, поскольку никак не могла бы проявить себя в гражданском обороте. Данное обстоятельство позволило объявить этот признак формальной стороной публичной достоверности².

Указанный признак принимает различный облик в зависимости от того, идет ли речь о реализации прав по документарной либо бездокументарной ценной бумаге. По документарным бумагам значение имеет способ установления управомоченного лица (именные, предъявительские и ордерные). Бездокументарные ценные бумаги лишены вещной формы, поэтому их владелец легитимируется по записям должника (для эмиссионных ценных бумаг — по данным реестра либо счета депо). Именные ценные бумаги документарной формы сами по себе не могут служить достаточным основанием легитимации их владельца. Закон «О рынке ценных бумаг» (ст. 29) требует совпадения имени, указанного на бланке ценной бумаги, с именем, зафиксированным в реестре. Более того, во всех случаях не требуется и самого бланка именной ценной бумаги (права акционеров, удостоверяемые акциями, осуществляются, например, по данным реестра акционеров), что дает основание утверждать, что для именных ценных бумаг сам бланк бумаги не играет правоустанавливающей роли³. Таким образом, одно лишь предъявление ценной бумаги является необходимым и достаточным условием для предъявительских и ордерных ценных бумаг с бланковым индоссаментом (передаточной надписью).

Исходя из того что права владельца ценных бумаг при совершении операций с ними, а также порядок подтверждения этих

¹ Белов В.А. Указ соч. — С. 68.

² Мурзин Д.В. Указ. соч. — С. 24.

³ Там же. С. 29

прав различны, ценные бумаги при всем их многообразии можно подразделить на три основные группы: 1) долевые ценные бумаги; 2) долговые ценные бумаги; 3) производные ценные бумаги (см. рис. 1.1).

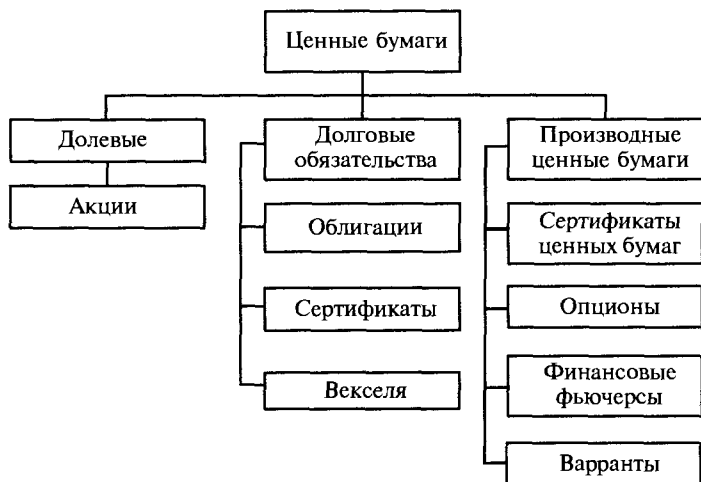


Рис 1.1 Классификация ценных бумаг

Акция — это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации.

Виды акций достаточно разнообразны и различаются в зависимости от эмитента, способа реализации прав акционера, инвестиционных качеств и других признаков (см. рис. 1.2).

Облигация — это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее держателя на получение от эмитента облигации в предусмотренный ею срок ее номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента от этой стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигации различаются по эмитентам, целям выпуска, срокам займа, способам регистрации и формам выплаты дохода (см. рис. 1.3).

Рынок облигаций, по имеющейся информации, значительно превышает рынок акций по объему. При этом основными эмитентами этих ценных бумаг являются экономически разви-

тые страны, и прежде всего США (около половины всей задолженности).



Рис. 1.2. Общая схема классификации акций

Облигации, по общему мнению, являются самым надежным объектом инвестирования. Профессионалы на рынке ценных бумаг называют облигации в зависимости от эмитентов корпоративными, муниципальными, государственными и ведомственными. Несмотря на специфику эмиссии и характеристики каждого вида облигации, они обладают одним общим качеством — являются долговыми обязательствами, свидетельством ссуды, предоставленной кредитором (владельцем облигации) заемщику (эмитенту). За пользование занятыми деньгами эмитент облигации должен выплатить их держателю вознаграждение в виде процента в течение всего срока владения облигациями. А общая сумма, подлежащая возврату, называется основной суммой займа, или номинальной стоимостью. Применительно к облигаци-

ям используется еще ряд устоявшихся терминов. Дату возврата суммы займа принято называть датой погашения облигаций, ставку процента — купоном, а время хождения этих ценных бумаг — сроком обращения.

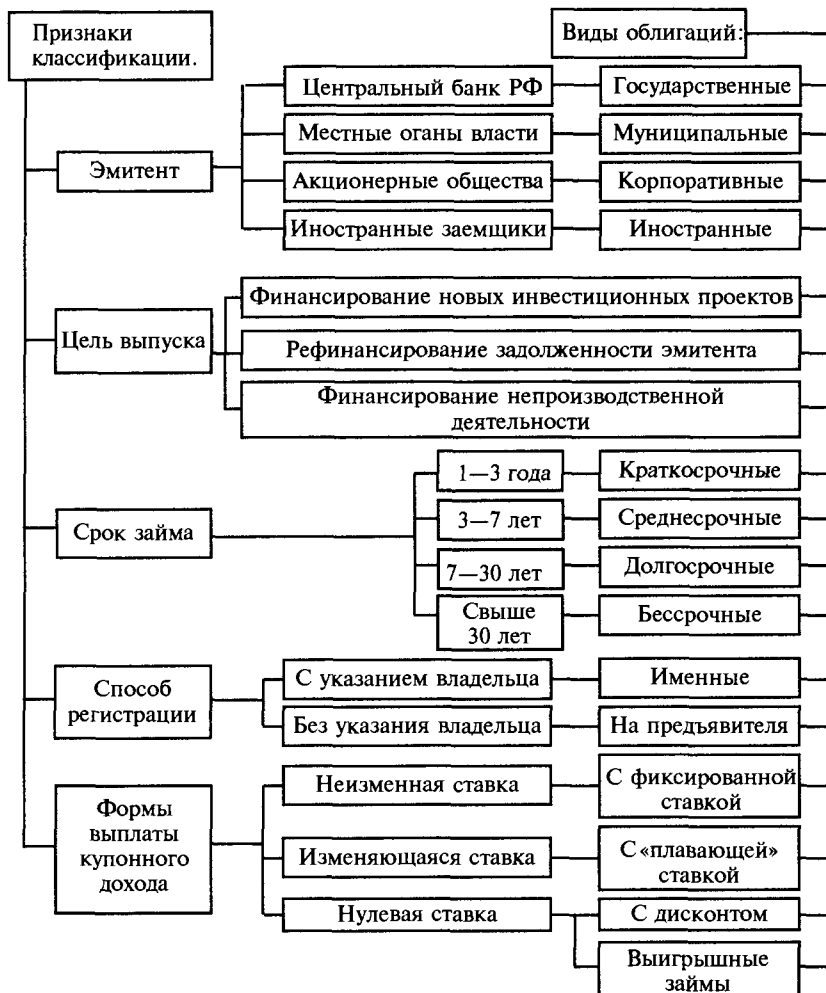


Рис 1.3. Общая схема классификации облигаций

Процентные ставки по облигациям — это обычно платеж с фиксированными сроками уплаты. При этом ставка номиналь-

ного процентного дохода по данной ценной бумаге зависит от ряда факторов: кредитоспособности заемщика (эмитента), продолжительности срока обращения, современных условий процентных ставок и т. п. Облигации с длительными сроками погашения приносят более высокий процентный доход по сравнению с облигациями, выпущенными на более короткие сроки. В то же время облигации высокого качества приносят более низкую ставку дохода в сравнении с другими облигациями.

Инфляция и жесткая денежно-кредитная политика также сказываются на величине процентной ставки.

Сертификаты (депозитные) — это письменные свидетельства кредитных учреждений о депонировании денежных средств, удостоверяющие право вкладчика на получение депозита. Депозитные сертификаты различаются в зависимости от вкладчиков, форм расчетов, сроков займа и т. д. (см. рис. 1.4).

Сертификаты бывают двух видов: до востребования, которые дают право на изъятие определенных сумм по предъявлению сертификата, и срочные, на которых указан срок изъятия вклада и размер причитающихся процентов. В отличие от обычных сберегательных счетов клиенту выдается не книжка, а удостоверение (сертификат), своего рода долговая расписка банка. Средства с такого вклада могут быть изъяты до истечения оговоренного срока.

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

При необходимости владельцы сертификатов могут продавать их на вторичном рынке либо использовать в расчетах по торговым сделкам и банковским займам. Возможность обращения депозитных сертификатов на вторичном рынке делает их привлекательным и ликвидным инструментом. В Российской Федерации депозитные (сберегательные) сертификаты — как именные, так и на предъявителя — выпускаются многими банками.

Вексель — это письменное долговое обязательство, составленное по установленной законом форме и дающее его владельцу безусловное право требовать при наступлении указанного в векселе срока с лица, выдавшего или акцептовавшего обязательство, уплаты оговоренной в нем суммы. С помощью индоссамента вексель может переходить из рук в руки, выполняя функции наличных денег.

Простой вексель оформляется заемщиком (векселедателем) и содержит обязательство платежа кредитору (векселедержателю). Что касается *переводного векселя* (тратты), то он выписывается кредитором (трассантом) и содержит приказ должнику (трассату) об уплате обозначенной суммы третьему лицу (ремитенту) или предъявителю. Этот вексель превращается в безусловную долговую расписку лишь после акцепта его трассатом (должником).

Наиболее ликвидными являются векселя, которые имеют гарантию крупных банков в форме авалья (поручительства) или акцепта (согласия на оплату). Такой вексель может свободно обращаться на вторичном рынке или использоваться в расчетах.

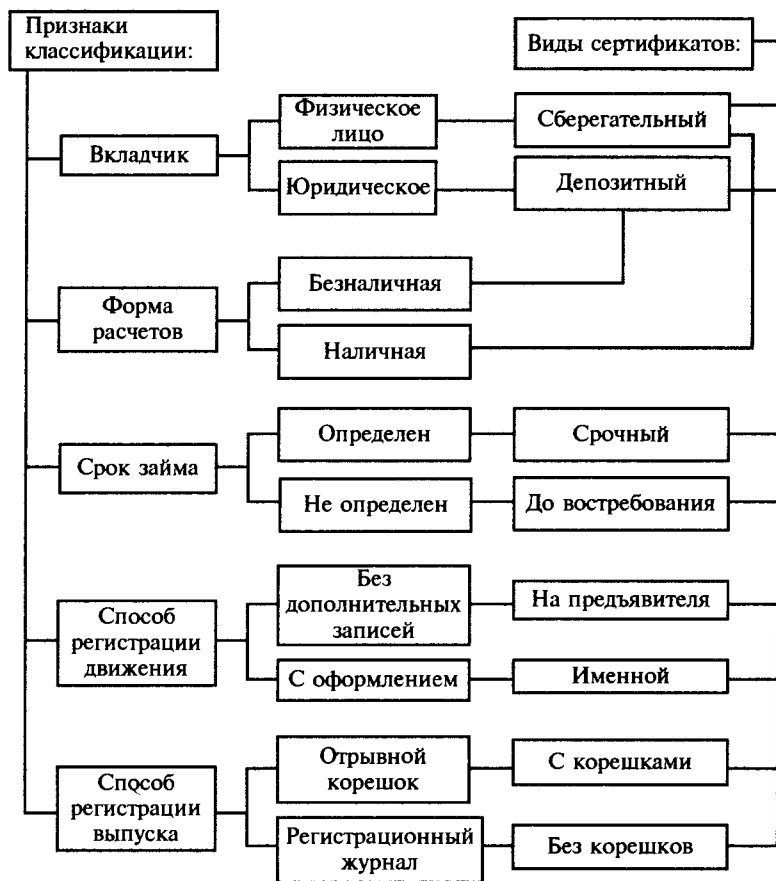


Рис. 1.4 Общая схема классификации сертификатов

1.2. Понятие ценных бумаг в науке российского гражданского права

Легальная классификация относит ценные бумаги к группе вещей. Во всяком случае любое иное понимание буквального смысла ст. 128 ГК РФ представляло бы собой лингвистическое ухищрение. Но означает ли это, что ценные бумаги в действительности представляют собой особую разновидность вещей? Или же перед нами пример юридической фикции, т. е. заведомо ложного и неопровержимого предположения¹, распространяющего одинаковый правовой режим на различные по социально-экономической сути группы объектов?

Вопрос этот далеко не прост и ответ на него дать нелегко. Ни для законодателя, ни для судебной практики положительного решения он не имеет. В свое время этот вопрос загнал в тупик российские судебные органы. На протяжении последних 15 лет XIX столетия гражданский кассационный департамент правительствующего Сената России несколько раз менял свое мнение о природе предъявительских ценных бумаг. То им утверждалось, что предъявительская бумага не может называться вещью, поскольку «бумаги на предъявителя существенно отличаются от других видов движимого имущества... более всего приближаясь к денежным знакам, и потому к ним не могут быть применены общие правила об имуществах движимых» (1875)², то им высказывалась точка зрения прямо противоположная (1892)³.

В конце XIX в. российский исследователь ценных бумаг Н.О. Нерсесов сетовал на то, что «самый термин «ценные бумаги» (*Werthpapiere, les valeurs* или *les effets*) до сих пор не имеет точного определения ни на разговорном языке, ни в

¹ «Вообще фикция ведет к ложному и неправильному представлению понятий; она дает основание к признанию того, чего нет в действительности. Фикция имеет место там, где к данным фактическим отношениям применяются чуждые их природе юридические начала; чрез нее впервые возникает право. **Вместо того чтобы создать для новых гражданских отношений согласные с их природой юридические правила, при посредстве фикции обсуждают их по существующим уже нормам.** (Выдел. авт.) Фикция предполагает две неравные величины равными, два разнородных отношения тождественными» (см.: *Нерсесов Н.О.* Представительство и ценные бумаги в гражданском праве. — М., 1998. — С. 20) Подробнее о фикциях см.: *Ойгензихт В.А.* Презумпции в советском гражданском праве — Душанбе, 1976 — С. 14—15.

² *Шершеневич Г.Ф.* Учебник русского гражданского права. — М., 1995. — С. 274.

³ *Шершеневич Г.Ф.* Учебник торгового права. — М., 1994. — С. 176

законодательстве». Первое его официальное употребление связывается с общегерманским торговым уложением¹.

Экономическая наука считает ценную бумагу формой существования капитала, отличной от его товарной, производительной и денежной форм, которая может передаваться вместо него самого, обращаться на рынке как товар и приносить доход. Это особая форма существования капитала. Суть ее состоит в том, что у владельца капитала сам капитал отсутствует, но имеются все права на него, которые и зафиксированы в форме ценной бумаги².

И сегодня дискуссия по поводу юридической природы ценных бумаг не прекращается. Более того, можно с уверенностью говорить о наличии серьезного кризиса в гражданско-правовой теории ценных бумаг, в результате которого, по существу, отрицается официальная позиция, занятая законодателем по вопросу о юридической природе ценных бумаг. В качестве наиболее характерного примера приведем позицию В.П. Павлова, который утверждает, что сам по себе бумажный носитель ценной бумаги не обладает какими-либо потребительскими свойствами и не представляет какого-либо экономического интереса. Владелец ценной бумаги имеет некоторую совокупность прав в отношении определенных субъектов, в том числе право на участие в управлении акционерным обществом, право требования определенной денежной суммы либо доли имущества и т. п. Следовательно, Гражданский кодекс РФ как бы предлагает ввести в обиход понятие «право собственности на обязательство». «Подобный правовой парадокс стал возможен только вследствие недостаточной теоретической проработки проблемы обязательств, закрепленных на бумажном носителе и объединенных под названием «ценные бумаги». Современное развитие средств фиксации обязательств на других носителях, которые принципиально не могут быть средством индивидуального пользования (например, электронная память базы данных банка), позволяет ставить вопрос об исключении ценных бумаг из категории предметов права собственности, тем более что и в прежнем виде на бумажном носителе ценные бумаги не отвечали критериям предмета права собственности из-за срочности связанных с ними прав и обязанностей и невозможности самостоятельного извлечения из них полезных свойств управомоченным лицом без привлечения должника»³.

¹ *Нерсесов Н. О.* Представительство и ценные бумаги. — С. 138.

² См.: *Рынок ценных бумаг.* — С. 9—10.

³ *Павлов В.П.* Некоторые вопросы теории гражданских правоотношений в части первой нового Гражданского кодекса Российской Федерации // Сборник научных трудов, посвященный памяти В.А. Рясенцева — М.: Моск. гос. юрид. академия, 1995. — С. 42—48

Фактически не существует никакого удовлетворительного объяснения ни их юридической природы, ни перечня единых признаков, присущих ценным бумагам как родовому объекту гражданских прав. Как подчеркивает Д.В. Мурзин, «четкой дефиниции ценной бумаги ввиду отсутствия общих признаков вывести вновь не удалось, более того, предполагаемые признаки отпали почти все, за исключением одного — *всякая ценная бумага с материальной точки зрения представляет собой обязательственное договорное право* (Выдел. авт.)». Между тем без ясного понимания юридической сущности этого явления едва ли возможно достичь адекватного его правового регулирования. Тем не менее в юридической науке предпринимаются попытки установить родовые признаки и видовые отличия ценных бумаг.

Выделяются внешние признаки ценных бумаг, которые предлагается считать единими квалифицирующими признаками всего института ценных бумаг. Прежде всего указывается на повышенную оборотоспособность прав (упрощенная передача прав), удостоверенных ценной бумагой¹.

В отношении предъявительских и ордерных бумаг повышенная оборотоспособность не вызывает возражений, для именных же этот признак совсем не очевиден, поскольку передача прав по ним по скорости не отличается от общегражданской цессии. М.М. Агарков по этому поводу заметил, что «было бы ошибкой считать, что институт ценных бумаг в целом имеет целью дать обороту облегченные по сравнению с общими правилами гражданского права способы передачи права; «только» исторически такое утверждение имеет основания»².

За этими немногими сходными свойствами обнаруживается масса различий, разводящих ценные бумаги в разные стороны их гражданско-правового режима. Так, совершенно по-разному устанавливаются исключения из общих правил обязательственного права, определяющие особенности реализации прав, заключенных в ценных бумагах. Предъявительские и ордерные бумаги устанавливают исключение из общих норм об уступке требования (ст. 382 ГК РФ), но именные им подчиняются (п. 2

¹ См.: *Гражданское право России: Курс лекций*. Ч. 1. — С 128, *Гражданское право*. Ч. 1: Учебник / Под ред. Ю.К. Толстого, А.П. Сергеева. — М., 1999. — С 181; *Гражданское и торговое право капиталистических государств*. — М.: Международные отношения, 1993. — С. 205.

Примечательно, что в теории ценных бумаг была высказана мысль о том, что одной из главных причин возникновения документов на предъявителя было желание обойти запрещение процессуального представительства (см.: *Нерсесов Н.О.* Указ. соч. — С. 10).

² *Агарков М.М.* Указ. соч. — С. 225

ст. 146 ГК РФ); ордерные бумаги утверждают презумпцию солидарной ответственности прежних держателей бумаги (п. 1 ст. 147 ГК РФ), но этого не наблюдается в отношении иных ценных бумаг и т. д.

По И.Ш. Файзутдинову, ценные бумаги являются *обобщенным понятием, средством юридической техники в различных областях экономики*. В действительности же существуют разные виды ценных бумаг¹. Думается это не совсем так, или даже совсем не так. Вопрос о реальности либо идеальности общих понятий — древний вопрос философии. Его не стоит поднимать в данной статье, носящей сугубо прикладной характер. Заметим лишь, что отрицание реальности ценной бумаги имеет под собой не больше оснований, чем отрицание реальности недвижимой вещи или недвижимости. В связи с этим ценная бумага — столь же реальная юридическая категория, объект гражданских прав, как и вексель, чек, коносамент и т. д. Все зависит от юридической квалификации конкретного правоотношения. В одних случаях на первый план выступают общие свойства, в других — специфические характеристики.

Понимает это и сам автор, который чуть ниже признает, что «ценная бумага — обобщенное понятие, реально существующее в имущественном обороте в различных видах, предусмотренных законами или в установленном ими порядке отнесенных к числу ценных бумаг»².

Ссылка на юридическую технику ситуации не проясняет. Возникает вопрос: «А какое именно средство юридической техники представляют собой ценные бумаги?» Едва ли их можно считать конструкциями³ и уж тем более какими-либо иными специфическими элементами юридической техники. А раз так, то вероятнее всего, что ценные бумаги как архитектурный элемент гражданского законодательства относятся к группе юридических понятий и служат характеристикой определенного юридического явления, реального объекта гражданского права.

По Д.В. Мурзину, *ценная бумага как бестелесная вещь — это обязательственное договорное право, регулируемое нормами вещного права*⁴. Другими словами, в этом объекте гражданских прав

¹ См.: *Комментарий к Гражданскому кодексу РФ. Ч. 1* / Под ред. О.Н. Садикова. М, 1998 — С. 303.

² Там же. С. 305—306

³ О понятии юридической конструкции см., например, *Черданцев А.Ф.* Логико-языковые феномены в праве, юридической науке и практике. — Екатеринбург, 1993 — С. 131.

⁴ *Мурзин Д.В.* Указ. соч. — С. 79

соединились и вещно-правовые, и обязательственно-правовые признаки. Хотя, конечно, это не дуалистическая теория, поскольку ее отправным пунктом является единство ценной бумаги как объекта гражданского права.

Доводы в пользу признания ценных бумаг бестелесными вещами и распространения на них режима права собственности могут быть сведены к следующему:

во-первых, закон относит все ценные бумаги (в том числе и бездокументарные) к вещам;

во-вторых, бездокументарные ценные бумаги, по существу, не могут быть признаны вещами в классическом смысле слова, но являются «приемом юридической техники», т. е. считаются таковыми по правовому режиму, а не *sui generis*;

в-третьих, не являются вещами в юридическом смысле и именные ценные бумаги, для которых бланк классической именной ценной бумаги служит только доказательством наличия прав, хотя и очень формализованным; на его место может быть поставлен любой другой документ, удостоверяющий права; для российских бездокументарных ценных бумаг эту роль играет выписка из реестра акционеров, не обладающая уникальностью бланка ценной бумаги, но также в достаточной степени формализованная;

в-четвертых, договор купли-продажи распространяется на отчуждение прав, а значит, и ценных бумаг, что равнозначно распространению на ценные бумаги правового режима вещей¹;

в-пятых, бестелесные вещи, как и любые другие нематериальные объекты, могут быть приравнены только к вещам, определенным родовыми признаками;

в-шестых, по мнению Д.В. Мурзина, только доктрина права собственности способна и поддержать, и оправдать существование бездокументарных ценных бумаг в России², поскольку существует потребность в совершении с бездокументарными ценными бумагами сделок, сходных с договорами аренды, объектом которых являются только индивидуально определенные вещи³.

Главная уязвимость теории бестелесных вещей заключается в ревизии конструкции права собственности. Фактически из содержания права собственности его ампутируется право владения. Д.В. Мурзин, правда, утверждает, что это отсечение одного из элементов триады носит во многом кажущийся харак-

¹ «Купля-продажа квалифицирует свой объект как объект вещного права» (Мурзин Д.В. Указ соч. — С. 96).

² Там же С. 88.

³ Там же С. 87.

тер, поскольку, *во-первых*, касается формальных случаев проявления права владения в отношении реальных вещей в нынешнем его истолковании; *во-вторых*, некоторые проявления полномочий владения, как они признаются современной доктриной гражданского права, допустимы и в отношении бездокументарных ценных бумаг (например, зачисление на баланс) и, наконец, *в-третьих*, возможны различные варианты владения, в том числе и такие, как «владение правом» или «опосредованное владение вещами»¹.

В то же время В.П. Павлов считает, что ценные бумаги представляют собой обязательства, закрепленные на бумажном носителе². Этот взгляд имеет давнее происхождение. Он пользовался особой популярностью во второй половине XIX в. Данная мысль принадлежит известному немецкому юристу Ф.К. Савиньи, предложившему считать ценную бумагу воплощенным в этом документе обязательством³. Однако В.П. Павлов на этом основании фактически отрицает роль именных и некоторых ордерных ценных бумаг (например, с именными индоссаменентами) в качестве объектов гражданского права. Простая передача (как материальных вещей) именных ценных бумаг и ордерных с именными индоссаменентами в смысле приобретения прав не является юридическим фактом. Подобные действия не порождают правовых последствий для «приобретателя» таких документов. Обладание документами не создает возможности воспользоваться правами, которые они «удостоверяют». С передачей ценной бумаги в том смысле, как она определена в ст. 142 ГК РФ, происходит переход прав только по предъявительским ценным бумагам и ордерным бумагам с бланковым индоссаментом.

В качестве более общего вывода следует, что функции именных и ордерных ценных бумаг в обращении не могут быть реализованы через документы, именуемые в ст. 142 ГК РФ ценными бумагами. Поэтому не следует рассматривать эти документы в качестве объектов гражданского оборота — вещей.

С позиций классических представлений о форме ценных бумаг трудно объяснимой становится природа бездокументарных ценных бумаг, поскольку из их характеристики выпадает существенное условие ценной бумаги — документарное выражение заключенного в ней права. Не случайно В.А. Белов, например,

¹ Мурзин Д.В. Указ. соч. — С. 88—89.

² Павлов В.П. Указ. соч. — С. 42 и след.

³ См. об этом: Нерсесов Н.О. Указ. соч. — С. 139.

считает попытки приравнять такие объекты к ценным бумагам конструированием юридической фикции¹.

Выходом из создавшегося положения служат конструкции документов, в которых как бы материализуются бездокументарные ценные бумаги. Сами эти документы ценными бумагами не являются, и передача прав по ним осуществляется совсем не так, как это принято для ценных бумаг, но они как бы становятся «тенью ценной бумаги» в мире реальных вещей. К числу таковых относятся, например, «глобальные сертификаты». Они появились в законодательстве западных стран и по форме соответствуют ценной бумаге, но выпускаются в единственном экземпляре. В графе, отражающей количество ценных бумаг, право владения которыми удостоверяется сертификатом, указываются все (выдел. авт.) ценные бумаги этого выпуска. Глобальный сертификат всегда находится у хранителя (депозитария) и заменяет собой «массу документов, удостоверяющих права каждого эмитента». Формально ценная бумага продолжает существовать как документ (сертификат имеется), но передача прав по ней осуществляется не вручением этого документа, а поручением депозитарию перевести ценные бумаги на нового владельца.

С точки зрения Д.В. Мурзина, главным в характеристике права собственности являются не способы его защиты, а самостоятельность и независимость собственника в пользовании и распоряжении имуществом по своему усмотрению.

Безусловно, в каждой из вышеупомянутых характеристик ценных бумаг присутствуют вполне достоверные признаки, зафиксированные в конкретных правовых нормах и имеющие практическое значение. В то же время невозможность сформулировать единое понятие ценных бумаг, либо (что одно и то же) конструировать его на предельно абстрактном уровне «бестелесных вещей», вынуждает начать говорить о том, что под единым понятием ценные бумаги фактически скрываются две различные формы вещно-правового представления обязательственных прав. В классическом виде это документы, представляющие особую разновидность вещей, для которых, собственно, и предназначена характеристика, закрепленная в п. 1 ст. 142 ГК РФ. Бездокументарные ценные бумаги не имеют вещной формы и могут характеризоваться только как фикции, за которыми скрываются имущественные права, обычно фиксируемые ценными бумага-

¹ Белов В.А. «Неразгаданный» Нерсесов.— С. 21. В свое время В.А. Белов считал незаконным введение безналичных ценных бумаг в гражданский оборот России (Белов В.А. Ценные бумаги в российском гражданском праве. — М., 1996. — С. 127).

ми. Это «ценные бумаги» по содержанию, но не по форме представления, т. е. квазиценные бумаги.

1.3. Корпоративные ценные бумаги

Первые акционерные общества появились еще в XVI в., но активно стали развиваться с конца XIX в. Порождением акционерного общества является акция. Средства для создания корпорации (акционерного общества) получают путем выпуска акций, образующих акционерный капитал.

Акционерный капитал может быть увеличен путем увеличения номинальной стоимости акций или размещения дополнительных акций.

Выпуск акций называется *эмиссией*, а акционерное общество, выпустившее их, именуется *эмитентом*. Покупатели, которые осуществляют вложения в акции с целью получения дохода, называются *инвесторами*.

Акция является бессрочной ценной бумагой, поскольку она, как правило, не выкупается акционерным обществом, хотя при определенных обстоятельствах это имеет место. Поскольку акции свидетельствуют об участии в капитале корпорации (акционерном обществе), то акционеры отвечают по обязательствам этой организации только в размере вложенной в его акции суммы. Вместе с тем при банкротстве корпорации ничто не гарантирует акционерам возврата им инвестированных в акции средств.

В зависимости от инвестиционных целей и сложившейся в различных странах практики акционерного дела выработано множество разновидностей акций, но всем им присущи определенные характерные черты: они обладают потребительной, номинальной, эмиссионной и курсовой (рыночной) стоимостями, обратимостью и ликвидностью.

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

Номинальная стоимость (или установленная) устанавливается эмитентом при выпуске акций. Эти термины в настоящее время являются бухгалтерскими; они не имеют практического значения для инвесторов и для дальнейшего движения акций на рынке ценных бумаг. Многие корпорации США и других стран выпускают акции, которые не содержат информации об их номинале.

Эмиссионная стоимость — это стоимость размещения акций на первичном рынке. Чаще всего она не совпадает с номинальной, поскольку процесс размещения акций осуществляется эмитентами, как правило, через посредническую дилерскую фирму, которая скупает у эмитента партию акций, а затем реализует их среди инвесторов.

Рыночная стоимость акции — это ее цена на вторичном рынке ценных бумаг. Понятно, что акции процветающих компаний пользуются спросом, и многие инвесторы захотят их приобрести по цене, которую запрашивает продавец. Компании, финансовое состояние которых не внушает доверия, чтобы привлечь покупателей, вынуждены снижать цену на свои акции.

Существуют различные критерии оценки стоимости акции. Вместе с тем инвесторов интересуют в первую очередь перспективы получения прибыли, потенциальные дивиденды и финансовое состояние компании. В США для оценки акций пользуются двумя показателями: коэффициентом цена — прибыль и нормой дивидендного дохода. Коэффициент цена — прибыль (коэффициент Ц/П) определяет соотношение между ценой на акцию и прибылью компании в расчете на одну акцию, его рассчитывают путем деления цены акции на величину прибыли на нее.

Норма дивидендного дохода акции, или — иначе — ее доходность, выражает годовую отдачу (в %), которую приносит дивиденд инвестору. Этот показатель рассчитывается делением годовой суммы денежного дивиденда, приходящегося на одну акцию, на ее цену. Как показывает практика, высокий коэффициент Ц/П и норма дивидендного дохода подразумевают повышенный риск для инвестора. Следует знать, какая часть прибыли выплачивается акционерам в виде дивиденда, какая реинвестируется в предприятие с целью его расширения и можно ли ожидать повышения или снижения нормы дивидендного дохода.

Балансовая стоимость акций отличается от номинальной и зависит от количества выпущенных акций и реального накопления капитала (суммируется номинальная стоимость, резервный капитал и нераспределенная прибыль, и эта величина собственного капитала делится на количество акций).

Обратимость акции заключается в возможности владельца в любой момент реализовать ее, т. е. превратить в деньги. Сама же эта возможность во многом зависит от ликвидности рынка ценных бумаг, на котором акции выступают объектом купли-продажи. Чем лучше организован рынок, чем надежнее акции, тем выше ликвидность, т. е. скорость превращения акции в деньги без потерь.

Акционерные общества экономически развитых стран осуществляют эмиссию и размещение акций преимущественно при помощи инвестиционных и коммерческих банков и брокерских фирм.

По характеру функционирования на рынке ценных бумаг акции делятся на именные и предъявительские.

Именная акция выписывается на конкретного владельца, что ограничивает ее возможности обращения на вторичном рынке, поскольку требуется процедура перерегистрации. Это ограничивает ликвидность именных акций.

Акция на предъявителя означает, что имя владельца не фиксируется. Такие акции могут свободно обращаться на вторичном рынке, покупаться и продаваться новому владельцу.

Акционерные общества выпускают обыкновенные и привилегированные акции.

Обыкновенные акции — это преобладающий вид акций. Обыкновенная (обычная) акция, или простая, дает право голоса на собрании акционеров, размер получаемого по ней дохода не гарантируется, а зависит от результатов хозяйственной деятельности акционерного общества. Если оно обанкротится, держатели ценных бумаг с более высоким приоритетом, например облигаций, имеют преимущественные права на остающиеся активы.

Привилегированные акции — это акции, занимающие промежуточное положение между облигациями и обыкновенными акциями.

Преимущества привилегированных акций над обычными проявляются в дивидендах и правах при ликвидации акционерного общества. При том, что владельцы привилегированных акций не наделены правом получать дивиденды, они должны получить их раньше, чем владельцы обычных акций. Вместе с тем при ликвидации общества владельцы привилегированных акций имеют преимущественные права на оставшиеся активы в сравнении с владельцами обычных акций.

Корпорации развитых стран выпускают так называемые конвертируемые привилегированные акции, которые могут быть обменены на обычные через определенный период времени.

Эмитируются и другие разновидности привилегированных акций, например привилегированные акции с гарантированным накапливаемым дивидендом; акции, которые могут погашаться через объявленный акционерным обществом срок. При погашении такие акции могут быть выкуплены по курсу, который превышает номинал на 10—15%. Инвестиции в привилегированные акции подвержены меньшим рискам, чем в обыкновенные,

поэтому дивиденды по ним выплачиваются меньше по сумме, чем среднедушевой доход по обычным акциям.

Привилегированные акции могут выпускаться как с фиксированным, так и с «плавающим» дивидендом.

Дробление акций. Исторический опыт свидетельствует, что инвесторы предпочитают приобретать акции с более низкими ценами¹. Дробление акций компаниями, или сплит, проводится и по другим причинам: вследствие понижения цен на них, с целью расширения компании, для регистрации на бирже.

Дробление акций не влияет на чистую стоимость компании и на стоимость инвестиций держателя акций. По форме дробление акций представляет собой чисто бухгалтерскую сделку, однако обычно сопровождается повышением курсов акций.

Иногда проводится обратный сплит, ведущий к сокращению акций, однако это случается реже по сравнению с дроблением акций, и обычной причиной подобных сплитов является повышение цены акции. Например, Нью-Йоркская фондовая биржа не одобряет постоянную регистрацию акций с хронически низкой ценой, поскольку это привлекает на биржу спекулянтов и мелких инвесторов.

Выплата дивидендов. В принятии инвестиционных решений большую роль играют дивиденды, выплачиваемые владельцам обыкновенных акций. Политика выплаты дивидендов, осуществляемая корпорацией, зависит от многих факторов, и прежде всего от стабильности доходов, положения с наличностью, перспектив роста, репутации компании. Практика свидетельствует, что более старые, устойчивые компании обычно осуществляют платежи наличными, в суммах, значительных по величине, молодые же компании склонны вкладывать средства в расширение бизнеса и выплачивать наличными небольшие дивиденды. Вместе с тем к компаниям, выплачивающим стабильно увеличивающийся небольшой дивиденд, возникает больше доверия, чем к тем, которые выплачивают крупные суммы, но нерегулярно.

Дивиденды могут выплачиваться также не наличными, а в виде дополнительных акций. Однако эта практика не должна быть частой, иначе она может нанести ущерб финансовому состоянию компании. Если же это происходит в период кратковременного снижения доходов, то значительного ущерба не будет.

¹ Поэтому многие компании, акции которых котируются весьма высоко, используют технический прием искусственного уменьшения их стоимости, выпуская вместо старых акций одного номинала новые с существенно меньшим номиналом.

Дивиденды, выплаченные акциями, как и дробление акций, приводят к одному результату — большому количеству выпущенных по более низкой цене акций.

Форма выпуска акций. В настоящее время форма выпуска акций существенно изменилась.

В большинстве стран с развитой рыночной экономикой все реже выпускаются акции в осязаемой форме, т. е. на специальной бумаге с необходимыми реквизитами акционерного общества. Эта форма заменяется записями соответствующих данных в памяти компьютера, а на руки акционерам выдается сертификат с указанием количества ценных бумаг, приобретенных ими, серии и номера каждой.

Инвестор покупает акции обычно после тщательного анализа их инвестиционной привлекательности и с учетом особенностей своей стратегии. Среди акций с точки зрения их привлекательности можно выделить следующие виды:

- акции роста;
- стабильные акции, среди которых в свою очередь, различают «голубые фишки», оборонительные акции и доходные;
- циклические акции;
- спекулятивные акции.

Акции роста принадлежат компаниям, относящимся к развивающимся отраслям, для которых характерно постоянное и опережающее по сравнению с другими отраслями увеличение продаж и прибыли. Для акций роста характерен высокий, выше среднего, темп роста за несколько лет.

К стабильным отраслям относятся такие, в которых продажи и доходы относительно стабильны и отличаются устойчивостью даже в периоды депрессии. Акции таких отраслей могут относиться к различным категориям. **«Голубые фишки»**, например, представляют собой акции с наилучшими инвестиционными свойствами. Компании, имеющие такие акции, способны получать прибыль и выплачивать дивиденды даже в плохие времена. Как правило, они занимают монопольное положение на рынке, имеют эффективный менеджмент и значительные финансовые средства.

Оборонительными называют акции компаний, проявляющих относительную устойчивость к плохой конъюнктуре, более или менее стабильно получающих прибыль и выплачивающих дивиденды. Например, к таким отраслям можно отнести коммунальное хозяйство.

К категории *доходных* относятся акции, на которые выплачиваются большие дивиденды. Для них характерны незначительные колебания курса и потенциал роста капитала.

Циклическими являются акции отраслей, уровень дохода которых колеблется в зависимости от стадии делового цикла (следует отличать сезонные отрасли от циклических).

Спекулятивными обычно называют акции компаний, по которым отсутствует надежная информация, поэтому они представляют особый риск для инвесторов.

Облигации. Облигация является как бы свидетельством той ссуды, которая предоставлена кредитором, т. е. владельцем облигации, корпорации или другому заемщику. Этот вид ценной бумаги достаточно широко распространен в экономически развитых странах. Первичными их покупателями являются институциональные инвесторы — либо учреждения, не облагаемые налогами (пенсионные, благотворительные фонды), либо компании, занимающиеся страхованием.

Облигации бывают нескольких видов: полностью именные, именные только в отношении основной суммы, на предъявителя и существующие лишь в форме электронной записи на счетах.

Облигации обладают номинальной, выкупной и курсовой стоимостью.

Номинальная цена облигации служит базой для дальнейших перерасчетов и начисления процентов и указывается на самой облигации.

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

Рыночная (курсовая) цена облигации складывается под влиянием условий эмиссии и зависит от ее привлекательности, а также от ситуации, складывающейся на рынке облигаций.

При первоначальном предложении облигации обычно делятся на три основные категории.

Краткосрочные — срок погашения от 1 года до 5 лет. Эти облигации не получили широкого распространения у промышленных корпораций.

Среднесрочные — срок погашения от 5 до 10 лет. Эти облигации используются чаще и пользуются популярностью у банков и других финансовых организаций.

Долгосрочные — сроки погашения свыше 10 лет с момента первоначальной эмиссии. Но более распространенными являются облигации со сроком погашения от 15 до 20 лет.

Кроме того, выпускаются облигации, не имеющие специального обеспечения, действующие лишь на основе доверия к эмитенту. Инвесторы охотно приобретают долговые обязательства надежных прибыльных корпораций на Западе.

Практикуется также эмиссия облигаций, условия выпуска которых предусматривают образование выкупного фонда. Наиболее часто это встречается при эмиссии необеспеченных долговых обязательств корпораций, которые обязуются ежегодно отчислять в фонд определенную сумму для погашения эмиссии.

Выкуп облигаций может начаться до истечения срока обращения, и в этом случае используются средства фонда. Наличие выкупного фонда значительно повышает надежность облигаций и их ликвидность.

Облигации, обеспеченные закладными под недвижимость. Такие облигации широко использовались ранее, а в настоящее время применяются реже. Например, в США они сохранились главным образом в газовой промышленности и электроснабжении. В договоре о выпуске таких облигаций оговаривается первоочередное право удержания имущества (всей недвижимости) эмитента, а также собственности, которая приобретена впоследствии. Облигации, обеспеченные закладными под недвижимость, могут иметь фонды погашения.

«Бросовые» облигации. Этот вид облигаций разнообразен и имеет более низкий рейтинг в сравнении с облигациями более высокого класса. В ряде стран, например в США, уровень надежности облигаций, иначе говоря рейтинг, определяют независимые эксперты. Агентство «Moody's», специализирующиеся на рейтинге ценных бумаг, рейтинговая корпорация «Standard&Poor's» и ряд других изучают финансовое состояние эмитентов облигаций и дают им оценку в соответствии с кредитным риском. В частности, «Standard&Poor's» присваивает облигациям индексы от AAA до D. Индекс D присваивается облигациям с низким рейтингом, которые получили название «бросовых», или «мусорных», а на Уолл-стрит их называют обычно ценными бумагами с высоким доходом. Они действительно приносят большие доходы, которые компенсируют инвесторам высокий уровень риска, связанный с этими облигациями.

Облигации и векселя с «плавающей» ставкой. Эти ценные бумаги предшествовали появлению привилегированных акций с регулируемой ставкой. Процентная ставка по ним периодически меняется в соответствии с заранее заданной формулой. Она часто отражает определенный стандартный показатель: это может быть, например, ставка 90-дневного казначейского векселя или

Лондонская ставка предложения по межбанковским депозитам — ЛИБОР.

Облигации с варрантами. Варрант дает право его владельцу купить ценные бумаги по установленной цене в течение определенного периода времени. Облигации с варрантами появились начале 80-х годов.

Облигации с опционом «пут». Данные облигации можно обратно продать эмитенту по номинальной стоимости до наступления срока платежа. Если ставки повысятся, а цена облигаций упадет, их владелец может использовать опцион «пут», продать облигации эмитенту по номинальной стоимости и таким образом реинвестировать поступления по текущим счетам.

Долговые обязательства с возможностью обмена на акции другой корпорации очень похожи на конвертируемые облигации, но они могут обмениваться на акции другой корпорации, а не на акции эмитента облигаций.

Коммерческие ценные бумаги представляют собой краткосрочные долговые обязательства корпораций со сроком обращения от 30 до 270 дней. Это необеспеченный простой вексель, выпускаемый со скидкой с номинала. Размещаются данные ценные бумаги либо самими эмитентами, либо через крупные дилерские фирмы.

Среднесрочные векселя. Эти среднесрочные ценные бумаги похожи на необеспеченные долговые обязательства корпораций. Срок их обращения от 2 до 15 и более лет. Рынок среднесрочных векселей в США схож с рынком долгосрочных коммерческих бумаг. Фирмы, занимающиеся операциями с ценными бумагами, используют агентов, которые в соответствии с требованиями эмитента, не вкладывая собственные средства, стремятся разместить как можно больше среднесрочных векселей. Среднесрочный вексель для многих корпораций стал одним из важнейших финансовых инструментов.

1.4. Государственные ценные бумаги

Совокупность долговых обязательств, облигаций, казначейских векселей и т. д., которые эмитируются правительством, местными органами власти, государственными организациями и учреждениями (либо организациями под контролем государства) и привлекают временно свободные денежные средства субъектов

хозяйствования и населения (юридических и физических лиц), называются государственными ценными бумагами.

Государственные ценные бумаги выпускаются в следующих целях:

- финансирование бюджетного дефицита;
- погашение ранее выпущенных размещенных государственных займов;
- кассовое исполнение государственного бюджета;
- обеспечение равномерного поступления налоговых платежей в течение финансового года;
- финансирование целевых программ местных органов власти;
- финансовая поддержка учреждений и организаций, имеющих общенациональное экономическое и социальное значение.

В ст. 75 Конституции установлено, что порядок выпуска государственных займов в Российской Федерации определяется на основе федерального закона. Генеральные условия эмиссии и обращения государственных (или муниципальных) ценных бумаг на основе ст. 8 Федерального закона «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» утверждаются соответственно Правительством РФ, органом исполнительной власти субъекта РФ, органом местного самоуправления в форме нормативных правовых актов соответствующего уровня.

Эмитентом, или органом, осуществляющим выпуск ценных бумаг РФ, выступает федеральный орган исполнительной власти — юридическое лицо, функцией которого является по решению Правительства РФ составление и (или) исполнение федерального бюджета. В ч. 4 ст. 75 Конституции РФ закреплен принцип добровольности размещения государственных займов в Российской Федерации.

Одним из самых распространенных видов ценных бумаг являются облигации (от лат. *obligatio* — обязательство) внутреннего государственного займа. История появления этих облигаций в Российской империи своими корнями уходит в глубь XVIII в. От государственных денежных знаков долговые правительственные обязательства проделали долгий путь, пока не превратились в процентные ценные бумаги. Остановимся вкратце на истории этого превращения.

Первые в России бумажные денежные знаки — ассигнации — были выпущены в России в соответствии с манифестом Екатерины II от 29 декабря 1768 г. специально созданным для этих целей Ассигнационным банком. И почти сразу же правительство начало использовать эмиссию ассигнаций для покрытия (если говорить

современным языком) дефицита государственного бюджета, поскольку русско-турецкие войны требовали больших расходов. Таким образом, одной из своеобразных форм внутреннего кредита при правительстве Екатерины II стала эмиссия бумажных денег.

Екатерине II удалось также впервые в истории России благодаря успешному проведению внешней политики получить и внешний заем через посредников — в основном через голландских банкиров. Первый в истории России внутренний облигационный заем на 100 млн ассигнационных руб. был выпущен в 1810 г., о котором было объявлено в манифесте от 27 мая 1810 г. Номинальный доход по займу определили в размере 6% годовых. И первые облигации были выпущены достоинством от 1000 ассигнационных рублей и выше сроком на 7 лет с уплатой в серебряных рублях или золотом по курсу к серебряной монете.

В ноябре 1864 г. в Российской империи впервые в ее истории был выпущен выигрышный заем. Облигации займа назывались «Билеты Внутреннего 5%-го с выигрышами займа», выпускались на предъявителя. Облигация имела купонный лист, на каждом купоне указывалась сумма ежегодного процентного платежа Государственного банка в пользу ее владельца. Погашение облигаций производилось тиражами.

Развитие рынка ценных бумаг в Российской империи было прервано революцией 1907 г. Возрождение и развитие рынка ценных бумаг в современной России сопровождалось осмыслением различных правовых категорий, использующихся в рыночных отношениях, появлением новых видов ценных бумаг, развитием рынка безналичных ценных бумаг. Основопологающие определения и характеристики ценных бумаг содержатся в двух центральных законодательных актах — Гражданском кодексе РФ и Федеральном законе «О рынке ценных бумаг».

Договор государственного займа заключается путем приобретения заимодавцем выпущенных государственных облигаций или иных государственных ценных бумаг, удостоверяющих право заимодавца на получение от заемщика предоставленных ему взаймы денежных средств или, в зависимости от условий займа, иного имущества, установленных процентов либо иных имущественных прав в сроки, предусмотренные условиями выпуска займа в обращение (ст. 817 ГК РФ).

По договору государственного займа заемщиком выступает Российская Федерация, субъект РФ, а заимодавцем — физическое или юридическое лицо.

Обеспечить надежную систему наполнения казны государства денежной наличностью, а также дать возможность юридиче-

ским и физическим лицам получать доход на свои временно свободные денежные средства призван рынок государственных ценных бумаг. Этот рынок можно с учетом его структуры разделить на:

— *первичный* — обеспечивает размещение различных видов государственных ценных бумаг, акций и облигаций предприятий и компаний, краткосрочных государственных ценных бумаг, облигаций государственного валютного займа, финансовых инструментов (различных сертификатов, выпускаемых банками, векселей);

— *вторичный* — в основном внебиржевой рынок, образованный торговцами ценных бумаг при помощи прежде всего телефона и компьютера, а также в результате личных контактов.

На вторичном рынке государственных ценных бумаг напрямую или через посредников работают почти все финансовые институты.

Структура же рынка ценных бумаг состоит из отношений, возникающих в связи с деятельностью по эмиссии и обращению эмиссионных ценных бумаг.

Эмиссионными ценными бумагами, согласно ст. 2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г., считаются такие бумаги, которые характеризуются одновременно следующими признаками:

— закрепляют совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением формы и порядка, установленных законом;

— размещаются выпусками;

— имеют равные объемы и сроки осуществления прав внутри одного выпуска независимо от времени приобретения ценной бумаги.

Эмиссионные ценные бумаги преобладают на экономическом рынке.

Первичное размещение ценных бумаг в результате эмиссии происходит на первичном рынке. Закон «О рынке ценных бумаг» в ст. 19 процедуру эмиссии ценных бумаг подразделяет на следующие этапы:

1) принятие эмитентом решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг;

2) регистрация выпуска эмиссионных ценных бумаг;

3) изготовление сертификата ценных бумаг для документальной формы выпуска;

4) размещение эмиссионных ценных бумаг;

5) регистрация отчета об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг.

Эмитент имеет право начинать размещение эмиссионных ценных бумаг на первичном рынке только после регистрации выпуска ценных бумаг. Размещением ценных бумаг в соответствии со ст. 2 Закона «О рынке ценных бумаг» называется отчуждение эмиссионных ценных бумаг. Владельцы эмиссионных ценных бумаг являются инвесторами.

Все последующие операции с ценными бумагами совершаются на вторичном рынке ценных бумаг путем заключения гражданско-правовых сделок.

Государство, являясь участником фондового рынка, одновременно осуществляет его регулирование, а также выполняет контрольные функции.

В соответствии со ст. 38 Закона «О рынке ценных бумаг» государственное регулирование рынка бумаг осуществляется следующим образом:

1) установлением обязательных требований о деятельности эмитентов, профессиональных участников рынка ценных бумаг и ее стандартов;

2) регистрацией выпусков эмиссионных ценных бумаг и проспектов эмиссии и контроля за соблюдением эмитентами условий и обязательств, предусмотренных в них;

3) лицензированием деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг;

4) созданием системы защиты прав владельцев и контролем за соблюдением их прав эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг;

5) запрещением и пресечением деятельности лиц, осуществляющих предпринимательскую деятельность на рынке ценных бумаг без соответствующей лицензии.

Федеральным органом исполнительной власти по проведению политики государства в сфере рынка ценных бумаг является Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ). Кроме того, ФКЦБ контролирует деятельность профессиональных участников рынка ценных бумаг путем определения порядка данной деятельности и стандартов эмиссии ценных бумаг. Регламентирует деятельность данной Федеральной комиссии в основном Федеральный закон «О рынке ценных бумаг». Полномочия ФКЦБ не распространяются на процедуру эмиссии долговых обязательств Правительства РФ и ценных бумаг субъектов РФ.

Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг — орган коллегиальный, имеющий в своем составе Экспертный совет. Для осуществления своих полномочий ФКЦБ создает территориальные органы.

В соответствии со ст. 42 Закона «О рынке ценных бумаг» на ФКЦБ возложено выполнение следующих *функций*:

— разработка основных направлений развития рынка ценных бумаг и координация деятельности федеральных органов исполнительной власти по вопросам регулирования рынка ценных бумаг;

— утверждение стандартов эмиссии ценных бумаг, проспектов эмиссии ценных бумаг, проспектов эмиссии ценных бумаг эмитентов, в том числе иностранных, осуществляющих эмиссию ценных бумаг на территории Российской Федерации, порядка регистрации эмиссии и проспектов эмиссии ценных бумаг;

— разработка и утверждение единых требований к правилам осуществления профессиональной деятельности с ценными бумагами;

— установление обязательных требований к операциям с ценными бумагами, норм допуска ценных бумаг к публичному размещению, обращению, котированию и листингу, расчетно-депозитарной деятельности;

— установление обязательных требований к порядку ведения реестра;

— установление порядка и лицензирование различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, а также приостановление или аннулирование данных лицензий в случае нарушения российского законодательства о ценных бумагах;

— выдача генеральных лицензий на осуществление деятельности по лицензированию деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также приостановление либо аннулирование указанных лицензий;

— установление порядка, лицензирование и ведение реестра саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также аннулирование указанных лицензий при нарушении законодательства РФ о ценных бумагах, а также стандартов и требований, утвержденных ФКЦБ;

— определение стандартов деятельности инвестиционных, негосударственных пенсионных, страховых фондов и их управляющих компаний, а также страховых компаний на рынке ценных бумаг;

— контроль за соблюдением эмитентами, профессиональными участниками рынка ценных бумаг, саморегулируемыми организациями профессиональных участников рынка ценных бумаг требований законодательства РФ о ценных бумагах, стандартов и требований, утвержденных ФКЦБ;

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

— создание общедоступной системы раскрытия информации на рынке ценных бумаг;

— утверждение квалификационных требований, предъявляемых к лицам и организациям, осуществляющим профессиональную деятельность с ценными бумагами, к персоналу этих организаций; организация исследований по вопросам развития рынка ценных бумаг;

— разработка проектов законодательных и иных нормативных актов, связанных с вопросами регулирования рынка ценных бумаг, лицензирования деятельности его профессиональных участников, саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг; контроль за соблюдением законодательных и нормативных актов о ценных бумагах; проведение их экспертизы;

— разработка методических рекомендаций по практике применения законодательства РФ о ценных бумагах;

— осуществление руководства региональными отделениями ФКЦБ;

— ведение реестра выданных, приостановленных и аннулированных лицензий;

— установление и определение порядка допуска к первичному размещению и обращению вне территории РФ ценных бумаг, выпущенных эмитентами, зарегистрированными в Российской Федерации;

— обращение в арбитражный суд с иском о ликвидации юридического лица, нарушившего требования законодательства РФ о ценных бумагах и о применении к нарушителям санкций, установленных законодательством РФ;

— осуществление надзора за соответствием объема выпуска эмиссионных ценных бумаг их количеству в обращении;

— установление соотношения между размерами объявленной эмиссии акций на предъявителя и оплаченного уставного капитала.

Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг в соответствии со ст. 44 Закона «О рынке ценных бумаг» *правомочна*:

— выдавать генеральные лицензии на осуществление деятельности по лицензированию профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также на проведение контроля на рынке ценных бумаг федеральным органам исполнительной власти (с правом делегирования функций по лицензированию их территориальным органам);

— квалифицировать ценные бумаги и определять их виды в соответствии с законодательством РФ;

— устанавливать обязательные для профессиональных участников рынка ценных бумаг (за исключением кредитных организаций) нормативы достаточности собственных средств и иные показатели, ограничивающие риски по операциям с ценными бумагами;

— принимать решение о приостановлении либо аннулировании лицензии, выданной на осуществление профессиональной деятельности с ценными бумагами, в случае неоднократного или грубого нарушения профессиональными участниками рынка ценных бумаг законодательства РФ о ценных бумагах;

— отказать в выдаче лицензии саморегулируемой организации профессиональных участников рынка ценных бумаг, аннулировать выданную ей лицензию по основаниям, предусмотренным законодательством РФ, с обязательным опубликованием об этом в средствах массовой информации;

— организовывать или проводить проверки совместно с соответствующими федеральными органами исполнительной власти деятельности, назначать и отзывать инспекторов для контроля за деятельностью эмитентов, профессиональных участников рынка ценных бумаг, саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг;

— направлять эмитентам и профессиональным участникам рынка ценных бумаг, а также их саморегулируемым организациям предписания, обязательные для исполнения, а также требовать от них представления документов, необходимых для решения вопросов, находящихся в компетенции ФКЦБ;

— направлять материалы в правоохранительные органы и обращаться с исками в суд (арбитражный) по вопросам, отнесенным к компетенции ФКЦБ (включая недействительные сделки с ценными бумагами);

— принимать решения о создании и ликвидации своих региональных отделений;

— принимать меры к должностным лицам и специалистам, имеющим квалификационные аттестаты на право совершения операций с ценными бумагами, в случае нарушения законодательства РФ;

— устанавливать нормативы, обязательные для соблюдения эмитентами ценных бумаг, и правила их применения.

Решения по вопросам регулирования рынка ценных бумаг, деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, саморегулируемых организаций профессиональных участ-

ников рынка ценных бумаг и контроля за соблюдением законодательства РФ и нормативных актов о ценных бумагах ФКЦБ принимает в виде постановлений, которые подлежат обязательному опубликованию.

При ФКЦБ действует Экспертный совет, который в соответствии с ч. 2 и 3 ст. 45 Закона «О рынке ценных бумаг» выполняет следующие функции:

- подготавливает и предварительно рассматривает вопросы, связанные с исполнением полномочий ФКЦБ;
- разрабатывает предложения по основным направлениям регулирования рынка ценных бумаг;
- предварительно рассматривает проекты постановлений, принимаемые ФКЦБ, и организует их публикацию по требованию любого члена Экспертного совета при ФКЦБ.

Экспертный совет имеет право большинством голосов приостановить на срок до шести месяцев введение в действие постановлений ФКЦБ.

В экономически развитых странах государственные ценные бумаги играют значительную роль в финансировании государственных расходов, поддержании ликвидности банковской системы, развитии экономики в целом.

Затраты госбюджета, превышающие доходы, можно финансировать и за счет кредита, взятого государством у центрального или коммерческих банков. Однако, как показала мировая практика, кредиты на эти цели используются редко, поскольку требуют от государства больших затрат на оплату высоких процентов, превышающих расходы на эмиссию ценных бумаг. Кроме того, сами банки заинтересованы выдавать краткосрочные кредиты под более высокие проценты. Эмиссия денег для покрытия затрат государственного бюджета также нежелательна, поскольку приводит к расстройству денежного обращения и инфляции.

Таким образом, наиболее приемлемым вариантом финансирования расходов государственного бюджета является выпуск государственных ценных бумаг. Традиционно с их помощью решаются следующие задачи.

1. Финансирование текущего дефицита бюджета. Такая необходимость возникает в связи с возможными разрывами между государственными доходами и расходами: поступления в бюджет обычно приходятся на определенные даты, а расходы распределяются более равномерно.

2. Погашение ранее размещенных займов. Потребность в эмиссии государственных ценных бумаг для данной цели возникает и при бездефицитности государственного бюджета.

3. Сглаживание колебаний при поступлении налоговых платежей в бюджет (устранение кассовой несбалансированности бюджета).

4. Обеспечение коммерческих банков и других кредитно-финансовых институтов ликвидными и высоколиквидными резервными активами. В ряде стран для этой цели использовались краткосрочные государственные ценные бумаги. Вкладывая в выпускаемые правительством долговые обязательства часть своих ресурсов, кредитно-финансовые организации получают доход в виде процента.

5. Финансирование собственных программ местных органов и капиталоемких проектов, а также привлечение средств во внебюджетные фонды.

Одновременно государственные ценные бумаги обеспечивают инвестору:

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

Государственные ценные бумаги, выпускаемые центральным правительством и местными органами власти с целью мобилизации денежных ресурсов, бывают двух типов: рыночные ценные бумаги и нерыночные государственные долговые обязательства.

Рыночные ценные бумаги свободно обращаются и могут перепродаваться другим субъектам после их первичного размещения. К ним относятся казначейские векселя, различные среднесрочные облигации (ноты) и долгосрочные государственные долговые обязательства.

Нерыночные государственные долговые обязательства предназначены для размещения главным образом среди населения. Они не могут свободно переходить от одного владельца к другому. Эти ценные бумаги особенно эффективны в условиях развития рынка ценных бумаг.

Первичное размещение государственных ценных бумаг осуществляется с помощью посредников, в числе которых главенствующее положение занимают центральные банки. Они не только организуют работу по размещению новых займов, но и в ряде случаев сами приобретают крупные пакеты правительственных долговых обязательств. В некоторых государствах эти функции выполняют министерства финансов, а в большинстве стран с развитой экономикой в качестве посредников при пер-

вичном размещении государственных ценных бумаг могут выступать коммерческие и инвестиционные банки, банкирские дома. Вместе с тем в ряде государств существуют запреты на участие в качестве посредников коммерческих банков.

Основными способами размещения государственных ценных бумаг являются аукционы, открытая продажа, индивидуальное размещение.

Аукционная форма первичного размещения ценных бумаг характерна для большинства стран с развитой экономикой. Подобным путем реализуются краткосрочные долговые обязательства, а в отдельных государствах — среднесрочные и долгосрочные.

Потенциальные покупатели заранее подают заявки устроителям аукциона с указанием объема ценных бумаг, которые они хотели бы приобрести с учетом содержащейся в заявке цены. При этом участие в аукционе может быть на конкурентной и неконкурентной основе.

Открытая продажа государственных ценных бумаг производится с помощью посредников (агентов), которыми могут выступать центральный банк или иные кредитно-финансовые институты (в основном инвестиционные банки). Эта процедура продолжается в течение длительного периода (от нескольких недель до нескольких месяцев), условия продажи публикуются заранее.

При **индивидуальном размещении** министерство финансов по поручению правительства ведет переговоры с крупными инвесторами о получении кредита под выпуск долговых обязательств. Оговариваются условия получения кредита (объем выпуска, процентная ставка и проч.).

Эмитентами государственных ценных бумаг могут быть не только центральные, но и местные органы власти (муниципальные долговые обязательства).

Рыночные государственные ценные бумаги считаются наиболее надежными и ликвидными, поэтому они активно продаются на вторичном рынке.

Виды государственных ценных бумаг. Государственные долговые обязательства, исходя из тех задач, которые они решают, занимают важное место на рынке ценных бумаг. В экономически развитых странах их виды достаточно разнообразны, однако в структуре общего объема выпуска государственных долговых ценных бумаг преобладают облигации.

Приобретая государственные ценные бумаги, их владелец предоставляет ссуду государству на условиях срочности, возвратности и платности.

Государственные ценные бумаги являются наиболее надежными и ликвидными, поскольку они обеспечены финансовыми и иными ресурсами государства. Не случайно в развитых странах облигации по степени надежности ранжируются в следующем порядке: облигации центрального правительства и облигации, гарантированные им, муниципальные облигации и облигации акционерных обществ.

По сроку действия облигации делятся на краткосрочные, среднесрочные, долгосрочные и бессрочные (срок обращения не указан).

Наблюдаются значительные национальные особенности эмиссии и размещения государственных ценных бумаг, обусловленные уровнем развития экономики, рынка ценных бумаг, традициями и проч.

Долгосрочные облигации. К этому типу облигаций в США относятся долговые обязательства Министерства финансов со сроками обращения от 10 до 30 лет. Они выпускаются в бездокументарной форме (в виде записей на счетах) с номиналом в 1, 5, 10, 100 тыс. долл. и 1 млн долл. Ряд долгосрочных облигаций погашается до наступления объявленных сроков погашения согласно оговорки об их выкупе. В частности, почти половина всех облигаций, срок погашения которых наступал в 1995 и последующих годах, содержит оговорку об их досрочном выкупе. Например, если облигация имеет название «13 $\frac{1}{4}$ % облигация Министерства финансов США с мая 2009—2014 г.», это означает, что срок ее погашения наступит в 2014 г., но она может быть выкуплена Министерством финансов США в любое время начиная с мая 2009 г.

В Англии к долгосрочным облигациям относят долговые обязательства со сроком обращения свыше 15 лет (обычно 20—25 лет). Основная их часть (до трех четвертей) имеет единую дату погашения, а остальные — две. Характерным для Англии является наличие бессрочных государственных облигаций.

Государственные долгосрочные облигации в Германии имеют срок обращения 10 лет с разовым погашением. Они выпускаются в бездокументарной форме с фиксированной процентной ставкой с номиналом не менее 1000 марок.

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

Основную часть государственной задолженности в Японии (почти три четверти) составляют долгосрочные облигации со сроком обращения 10 лет и 2 месяца. Выпускаются также долго-

срочные облигации на срок 20 лет, по которым два раза в год выплачивается доход в виде фиксированного процента.

Обычно по государственным облигациям выплата дохода производится в виде процента или купона. Уровень процентной ставки по ним ниже, чем по другим ценным бумагам, что связано с их высокой надежностью с точки зрения возврата основной суммы долга и процентов по ней.

Казначейские среднесрочные облигации. Около 58% текущего долга правительства США, представленного ценными бумагами, обращающимися на рынке, приходится на казначейские среднесрочные облигации, которые выпускаются на срок от 2 до 10 лет¹. Эти облигации не подлежат досрочному погашению Министерством финансов, поэтому они привлекательны для инвесторов, которые в данном случае уверены в получении установленного дохода. В 1986 г. Министерство финансов США прекратило выпуск реальных сертификатов казначейских среднесрочных облигаций, новые эмиссии производятся только в электронной форме.

Эти облигации выпускаются по номинальной стоимости и котируются в виде процента от номинальной основы, проценты выплачиваются один раз в полугодие, номинальная стоимость равна 1000 или 5000 долл.

Казначейские среднесрочные облигации Франции выпускаются на срок от 2 до 5 лет с номиналом в 1 млн франков и выплатой дохода в виде процента один раз в год. Их эмиссия осуществляется в бездокументарной форме.

Среднесрочные облигации правительства Германии выпускаются также в бездокументарной форме с фиксированной процентной ставкой со сроком обращения 5 лет. Как и долгосрочные облигации, они погашаются единовременным платежом.

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

Казначейские векселя являются краткосрочными ценными бумагами. Это основной вид краткосрочных обязательств в развитых странах. Они обычно выпускаются на срок 3, 6 и 12 месяцев. На казначейские векселя в США приходится основной объем государственного финансирования. Казначейство размещает их с дисконтом на конкурсной основе с помощью аукционов. Аукционы по трех- и шестимесячным векселям проводятся каждую

¹ Дж. Тьюлз Р. и др. Фондовый рынок — М ИНФРА-М, 1997 — С 57

неделю, а со сроком обращения 9 и 12 месяцев — ежемесячно. Доход инвестора образуется за счет разницы между ценой покупки, которая ниже номинала, и номинальной стоимостью, получаемой при погашении. Векселя могут быть проданы до срока погашения на вторичном рынке. Казначейские векселя используются федеральной резервной системой при проведении национальной денежной политики.

Большинство инвесторов приобретает казначейские векселя на активно действующем первичном рынке ценных бумаг. Этот вид долговых обязательств имеет огромные объемы и очень высокую надежность и потому служит ориентиром на денежном рынке.

В США существуют разнообразные *квазигосударственные эмиссии*, проводимые ассоциациями или агентствами, созданными по решению конгресса. Многие из них имеют государственную гарантию. С точки зрения надежности, они не уступают прямым государственным обязательствам и обычно имеют более высокую доходность. Среди широкого круга агентств, уполномоченных выпускать ценные бумаги, Система фермерского кредита, Правление системы федеральных банков по кредитованию жилищного строительства, Федеральная корпорация жилищного ипотечного кредита, Государственная национальная ассоциация ипотечного кредита и др.

Сроки погашения ценных бумаг государственных агентств разнообразны — от 3 месяцев до 20 и более лет. Государственные агентства являются крупнейшими эмитентами ценных бумаг с нулевым купоном. Само Министерство финансов начало выпуск «нулевых» ценных бумаг с 1985 г. «Нулевые» ценные бумаги выпускаются со значительными дисконтами, т. е. скидками с номинала. Держатель таких ценных бумаг не получает платежей по процентам, но если они хранятся до срока погашения, то реализуется зафиксированная общая доходность (как разница между номинальной стоимостью и стоимостью приобретения).

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

Во Франции краткосрочные дисконтные облигации выпускаются со сроком обращения 4—7 недель, а также 13, 26 и 52 недели с минимальным номиналом 1 млн франков. Их размещение осуществляется с помощью аукционов.

В Японии краткосрочные заимствования государство осуществляет при помощи краткосрочных казначейских векселей, ко-

торые выпускаются на срок 3 и 6 месяцев. Министерство финансов осуществляет также эмиссию финансовых векселей на двухмесячный срок.

Казначейские векселя достаточно широко распространены в экономически развитых странах, поскольку считаются почти не имеющими риска. По этой же причине они очень популярны среди институциональных инвесторов, в том числе иностранных.

Сберегательные облигации. Сберегательные облигации относятся к разряду нерыночных государственных ценных бумаг, так как не подлежат купле-продаже. Эмитентами этих долговых обязательств выступает правительство или местные органы власти. Облигации регистрируются на держателя (покупателя). По сути они являются формой сбережений граждан. Возмещение по сберегательным облигациям производится покупателю. Они высоколиквидны, погашаются по номиналу по требованию владельца.

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

1.5. Муниципальные ценные бумаги

В экономически развитых странах рынок муниципальных облигаций значителен по масштабам и динамично развивается. Этот вид ценных бумаг считается одним из самых надежных долговых инструментов после ценных бумаг центрального правительства.

Муниципальные облигации — это ценные бумаги, выпускаемые местными органами власти и управления (например, правительствами штатов, провинций, городскими муниципалитетами, бюджетными организациями).

Самый большой в мире рынок муниципальных ценных бумаг находится в США. Более того, он переживает период стремительного развития. В 90-е годы объем рынка находился в пределах 1,2—1,4 трлн долл. и, по данным на 30 сентября

1997 г., муниципальные облигации составляли 11,5% рынка облигационных займов¹.

Муниципальные облигации можно подразделить на две широкие категории: обеспеченные общей гарантией; обеспеченные доходами от проекта.

Более совершенную форму имеют облигации, *обеспеченные общей гарантией* (с точки зрения своевременной выплаты процентов и основного долга). Прекращение платежей по этим облигациям в США — явление исключительное. Облигации, обеспеченные общей гарантией, гарантируются налоговыми органами (налогами на личный и/или корпоративный доход, продажи, имущество и использование дорог внутри штата, на недвижимость на уровне города). По уровню надежности эти облигации уступают лишь ценным бумагам правительства США.

Облигации, *обеспеченные доходами от проекта*, выпускаются в США агентствами или органами власти, созданными в штатах и городах в соответствии с законодательством, с целью финансирования строительства и расходов по эксплуатации. Большинство из агентств обеспечивают свою деятельность (включая обслуживание долга) за счет получаемых доходов, в частности, от дорожных сборов.

Эти муниципальные облигации менее надежны, однако с их помощью были осуществлены многие крупные проекты, построены сотни больниц, стадионов, студенческих общежитий, гражданских центров и т. п.

Для этих облигаций характерны фиксированные сроки погашения. Обычно они являются отзывными, т. е. эмитент по истечении определенного срока может погасить облигации (раньше фиксированного срока обращения). Срок погашения облигаций, обеспеченных доходом от проекта, может быть от 20 до 30 лет.

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

¹ *Мировая экономика и международные отношения.* — 1999. — №1. — С. 110.

В настоящее время увеличивается число муниципальных структур, имеющих право выпускать собственные облигации. Вместе с тем значительно усиливается и законодательное регулирование рынка муниципальных ценных бумаг.

Подобно купле-продаже государственных ценных бумаг, сделки с муниципальными облигациями осуществляются на внебиржевом рынке. Основными владельцами муниципальных облигаций являются банки, страховые компании и индивидуальные инвесторы. Вместе с тем доля банков во владении этими облигациями резко снизилась в связи с изменением в 80-е годы налогового законодательства: были отменены льготы по инвестициям в муниципальные облигации со стороны банков и введены льготы для других инструментов финансового рынка.

Страховые компании, вкладывая средства в муниципальные облигации, стремятся получить доход пользуясь льготами при налогообложении.

В Японии основными целями эмиссии муниципальных облигаций являются финансирование сельского хозяйства, образования, строительства, борьба со стихийными бедствиями. Муниципальные облигации выпускаются на предъявителя, основными эмитентами являются власти крупнейших городов и префектур. Правительственные и муниципальные облигации объединены в группу государственных облигаций. При этом доля правительственных облигаций в общем объеме облигационных займов равна 47%, а муниципальных — 6%.¹

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

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

¹ *Мировая экономика и международные отношения.* — 1999. — № 1. — С. 111

Основными инвесторами муниципальных облигаций являются прежде всего банки, а также взаимные фонды, школы, компании и индивидуальные инвесторы (доля их невелика).

Франция по числу муниципальных образований опережает все страны Европейского союза вместе взятые. Муниципальные органы имеют право осуществлять заимствование без получения федерального разрешения, хотя при этом предъявляются определенные требования: целью заимствования должно быть финансирование инвестиций, а обслуживание долга заложено в бюджет. На конец 1995 г. объем облигационного долга, составил 6,6 млрд долл., что составляет лишь 6,6% всего муниципального долга. Малая доля объясняется прежде всего отсутствием налоговых стимулов (в отличие от США), значительной конкуренцией со стороны банков, имеющих низкие процентные ставки, и рядом других причин.

В Великобритании муниципальные власти имеют возможность занимать необходимые денежные средства напрямую у центрального правительства на довольно длительные сроки и под низкие проценты. Поэтому объем рынка муниципальных облигаций постоянно снижается, и за последнее десятилетие выпуска новых муниципальных облигаций не было.

В Германии рынок муниципальных облигаций динамично развивается: его объем превышает 500 млрд марок, что составляет 20% на рынке облигаций. Ежегодный выпуск муниципальных облигаций достигает 70 млрд марок, основная доля их представлена краткосрочными и среднесрочными ценными бумагами, обычная величина купона которых 5—10% годовых¹. Муниципальные облигации пользуются большим доверием немецких и зарубежных банков, инвестиционных фондов, страховых компаний и частных инвесторов.

В России, как и на Западе, бюджет любого уровня также не может обойтись без системы заимствования, поскольку существуют кассовые разрывы между временем поступления средств и их расходованием. К тому же в России положение усугубляется высокой инфляцией и низкой собираемостью налогов в большинстве регионов. Для привлечения денежных ресурсов в местные бюджеты местные органы власти выпускают облигации. При этом государственные облигации, выпускаемые администрациями субъектов РФ, получили название субфедеральных об-

¹ *Мировая экономика и международные отношения.*— 1999. — № 1. — С. 113.

лигаций, а ценные бумаги органов местного самоуправления — муниципальных.

Первые выпуски ценных бумаг, эмитированных региональными и местными органами власти, были зарегистрированы Минфином России в 1992 г. Тогда было осуществлено пять проспектов эмиссии, в 1993 г. — восемь, в 1994 г. — 16. За 1992—1996 гг. было зарегистрировано 153 таких займов на общую сумму 20 трлн неденоминированных рублей.

Рынок российских муниципальных займов представляет собой довольно пеструю картину: он состоит из мелких займов и крупных эмиссий для реализации серьезных инвестиционных проектов. Только за первые три года своего существования муниципальные ценные бумаги распространились от Санкт-Петербурга до Восточной Сибири. Однако до середины 1995 г. было зарегистрировано всего 43 эмиссии на общую сумму 3 трлн неденоминированных рублей. Муниципальные облигации не пользовались популярностью среди инвесторов в связи с их ненадежностью, низкой доходностью и неразвитостью вторичного рынка.

Активизация рынка муниципальных ценных бумаг произошла после принятия решения Федеральной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку (23 марта 1995 г.) и письма Минфина от 28 июля 1995 г. «О льготах по налогообложению ценных бумаг». В соответствии с письмом отменен налог на прибыль по муниципальным бумагам и снижен налог на операции с ценными бумагами с 0,3 до 0,1%. В итоге к осени 1995 г. количество эмиссий выросло до 80, а их общий объем — до 5,6 трлн неденоминированных рублей. В первой половине 1997 г. общее число эмитентов субфедеральных и муниципальных ценных бумаг составило 70, из них 59 относились к субъектам Российской Федерации и 11 — к органам местного самоуправления. Более 70% объема эмиссий приходилось на 10 крупнейших эмитентов (см. табл. 1.1).

Таблица 1.1

**Крупнейшие эмитенты субфедеральных
и муниципальных ценных бумаг**

Эмитенты	Объем выпуска	
	в миллиардах неденоминированных рублей	в проц. к итогу
1	2	3
Москва	4630	25,1
Санкт-Петербург	2200	12,0
Республика Татарстан	1500	8,2
Оренбургская область	1189	6,5
Московская область	1000	5,4

Продолжение табл. 1.1

1	2	3
Иркутская область	800	4,3
Волгоградская область	643	3,5
Омская область	614	3,3
Республика Саха (Якутия)	558	3,0
Челябинская область	327	1,8
Прочие	4954	26,9
Всего	18 415	100,0

В 1997 г. совокупный объем субфедеральных внутренних займов достиг 24,4 трлн неденоминированных рублей.

Перечень выпускаемых местными органами власти облигаций многообразен, однако можно выделить следующие основные виды:

- займы, аналогичные ГКО и ОФЗ;
- «сельские» облигации;
- еврооблигации;
- жилищные займы;
- сберегательные займы для населения.

Лидерами на рынке субфедеральных и муниципальных ценных бумаг стали займы типа ГКО и ОФЗ, которые обычно носят нецелевой характер, выпускаются в бездокументарной форме и являются именованными, бескупонными (диконтными типа ГКО) или купонными (типа ОФЗ).

«Сельские» облигации выпускаются субъектами Российской Федерации в счет погашения их задолженности перед федеральным бюджетом по товарным кредитам. Эти агрооблигации выпускались траншами со сроком погашения 1, 2 и 3 года. Однако рынок их малоактивен и низколиквиден.

До недавнего времени преобладали жилищные займы, но они часто не давали ожидаемого результата из-за высокой стоимости строительства жилья и соответственно облигаций. Поэтому в 1997 г. их доля составила лишь 6% от общего числа выпусков местными органами власти ценных бумаг.

Большинство субфедеральных займов представлены краткими и среднесрочными займами. В связи с высокими темпами инфляции долгосрочные ценные бумаги не получили широкого распространения.

Формы выпускаемых ценных бумаг различны: именные (63%), на предъявителя (37%), документарные (наличные) — 45% и бездокументарные (безналичные) — 55%. Преобладают облигации, а остальную часть составляют краткосрочные долговые

обязательства (КДО), долговые обязательства по типу ГКО, казначейские сертификаты и казначейские обязательства.

Несмотря на активизацию рынка субфедеральных ценных бумаг, их доля в общем объеме новых эмиссий невелика.

Развитию рынка ценных бумаг, выпускаемых местными органами власти, препятствуют следующие основные недостатки, присущие большинству эмиссий:

— несовершенство проспектов эмиссии, обусловленное отсутствием профессионалов на рынке муниципальных облигаций;

— слабое развитие института андеррайтинга — системы инвестиционных банков и компаний, осуществляющих размещение ценных бумаг по названной цене в оговоренном объеме и в установленные сроки;

— неотработанность системы гарантии погашения эмиссий и возврата денег инвесторам региональными властями.

1.6. Производные ценные бумаги

Производные финансовые инструменты возникли в процессе традиционных финансовых отношений, таких, как кредит, заем и т. п. Признаком «производности» является прежде всего то обстоятельство, что цена производных ценных бумаг определяется на основании стоимости ценных бумаг, составляющих их базу.

Термин «производные ценные бумаги» был введен в российскую практику в 1991 г. с выходом Положения «О выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР», в котором содержится следующее определение: «Производные ценные бумаги, — любые ценные бумаги, удостоверяющие право их владельца на покупку или продажу указанных в настоящем пункте ценных бумаг», т. е. акций, облигаций, государственных долговых обязательств.

В настоящее время с этими ценными бумагами связывают имущественные права, основанные на использовании финансовых инструментов, которые в литературе и в обиходе носят название «производные финансовые инструменты» (деривативы).

К производным ценным бумагам обычно относят опционы на ценные бумаги, финансовые фьючерсы, форвардные контракты, процентные свопы. Рынок производных ценных бумаг динамично развивается и занимает значительное место на фондовом рынке.

Торговля опционами была впервые открыта 26 апреля 1973 г. на Чикагской опционной бирже, хотя на внебиржевом рынке они обращались давно (по меньшей мере 100 лет). Для инвесторов опцион является дополнительным инвестиционным инструментом и средством управления риском (хеджирования).

Опционы бывают двух видов: опцион «колл» и опцион «пут».

Опцион «колл» (опцион на покупку) предоставляет его владельцу право купить в будущем ценную бумагу по фиксированной цене — цене исполнения опциона. Дата, когда заканчивается срок действия опциона, называется датой истечения срока опциона. За приобретение опциона покупатель платит продавцу премию — «цену опциона», которая обычно составляет лишь небольшую часть цены базовой бумаги, лежащей в основе опциона. В итоге покупатель опциона выгадывает или теряет на изменении цены бумаги, фактически не владея ею. Покупка же этих ценных бумаг обошлась бы покупателю опциона гораздо дороже. Вместе с тем владелец опциона хорошо знает, что возможный убыток не превысит величину премии, уплаченной за опцион. В связи с этим владелец опциона может отказаться от его исполнения, если к наступлению срока исполнения рыночная цена базовой бумаги, лежащей в основе опциона, окажется ниже той цены, которая зафиксирована в опционе (цена исполнения).

В упрощенном виде это можно пояснить следующим образом: проведя фундаментальный и технический анализ компании X, инвестор решил, что ее акции будут расти в цене в следующие три месяца, а текущая их цена имеет стоимость 50 долл. за акцию. Если покупать сами акции, то за 100 акций необходимо заплатить сразу 5000 долл. (не считая комиссионных), но можно приобрести опцион, заплатив премию в размере 5 долл. за акцию, т.е. 500 долл. за 100 акций. Опцион куплен в январе, а срок его исполнения истекает в феврале. Если за этот срок акции в цене упадут, то максимальный убыток владельца опциона будет равен уплаченной премии, т.е. 500 долл. Этот убыток можно понизить, продав опцион на вторичном рынке по любой цене. Если же цена акций вырастет, как предполагал инвестор, то, купив их по фиксированной цене (цене исполнения опциона) и продав акции по этой более высокой цене, он получит прибыль.

В зависимости от сроков исполнения опционов они бывают двух видов: европейские — могут быть исполнены в момент по -

гашения и американские — могут быть исполнены в любое время до истечения срока действия (даты погашения).

Опцион «пут» предоставляет право его держателю продать в будущем ценную бумагу по фиксированной цене — цене исполнения. Как и в случае с опционом «колл», в этом случае тоже имеет место право, но не обязательство продать ценную бумагу. Если к моменту исполнения опциона рыночная цена бумаги окажется выше, чем фиксированная (цена исполнения), то владелец данного опциона имеет право его не исполнять. Предлагая опцион, продавец прежде всего получает доход в виде премии, уплаченной покупателем, которая является частью общей доходности его портфеля.

Величина премии опциона зависит от следующих факторов:

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

Фьючерс на ценные бумаги — это соглашение (обязательство), а не право выбора в отличие от опциона, на покупку или продажу стандартного количества определенного вида ценных бумаг на определенную дату в будущем по цене, заранее установленной при заключении сделки. В этих стандартных контрактах регламентируются все параметры: срок, размеры стандартного лота, гарантийный депозит и проч.

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

Кроме того, фьючерсные сделки используются с целью хеджирования, т. е. страхования риска потерь от повышения цены на облигации или иные бумаги, что нежелательно для покупателя, или ее понижения, что нежелательно для продавца.

Об объемах торговли производными ценными бумагами можно судить по следующим данным (см. табл. 1.2)¹.

¹ Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки. — М.: ИНФРА-М, 1996.

Объемы торговли производными ценными бумагами

Страны	Опционы на гос. облигации, тыс. контрактов	Номинальная стоимость, млрд долл.	Фьючерсы на облигации, тыс. контрактов	Номинальная стоимость, млрд долл.
США	36 275	3632	124 362	13 005
Франция	9518	954	33 610	3368
Германия	7306	1277	52 113	9111
Испания	1889	152	13 036	1046
Англия	1757	139	13 197	1095
Япония	2052	2165	15 156	15 972
Италия	1244	156	12 415	1610

В торговле фьючерсами главными участниками являются институциональные инвесторы, поскольку эти операции капиталоемки и далеко не все индивидуальные инвесторы, играющие на опционах, могут себе позволить операции с фьючерсами.

Депозитарные расписки (ADR). Это свободно обращающиеся расписки на иностранные акции, депонированные в банке США. АDR — расписка, представляющая акции корпорации, зарегистрированной за пределами США. Операции с АDR производятся вместо операций с ценными бумагами, которые хранятся в банке или у попечителя. Данный инвестиционный инструмент является обычным методом торговли иностранными эмиссиями акций в США. АDR появилась в 20-х годах, она была изобретена «Morgan Guaranty Trust». Суть ее состоит в том, что банк хранит соответствующие акции за границей в одном из своих филиалов (обычно в стране эмитента), а расписки, служащие их обеспечением, эмитируются и обращаются на американском рынке. Банк получает при этом прибыль в виде вознаграждения за эмиссию и обработку расписок. Операции с депозитарными расписками осуществляют еще несколько банков, в том числе «Citibank», «Bank of New York» и «Bank of America». Держатели АDR обычно сохраняют права акционеров ценных бумаг в стране их эмиссии.

Постепенно, по мере роста интереса к иностранной акционерной собственности, депозитарные расписки перешли с внебиржевого рынка на биржевой. В частности, Нью-Йоркская фондовая биржа включает в свой котировочный список ряд надежных и известных компаний, таких, как «Sony», «Honda Motor», «Hitachi», «British Airways» и «British Telecom».

Российские эмитенты лишь недавно появились на рынке депозитарных расписок. Большинство российских АДР представляют бумаги первого уровня, что позволяет их инвесторам торговать расписками на американском внебиржевом рынке вне электронной системы NASDAQ, а также на биржах тех стран, где они пройдут процедуру листинга. На практике это Берлинская и Франкфуртская биржи.

Интерес к депозитарным распискам в мире растет, так как они привлекают и эмитентов, и инвесторов рядом преимуществ.

• Инвестору депозитарные расписки предоставляют определенные гарантии в связи с тем, что они:

- обладают той же ликвидностью, что и сами ценные бумаги, на основе которых выпущены;

- котируются обычно в долларах США,

- помогают при покупке и в других операциях с ценными бумагами иностранных эмитентов — паевыми (взаимными), пенсионными фондами и другими институциональными инвесторами — преодолеть законодательные ограничения;

- предоставляют возможность покупать их вместо акций и использовать для получения прибыли за счет разницы котировок на американском рынке или между российскими и другими рынками, а также для участия в капитале иностранных компаний.

Выпуск американских депозитарных расписок позволяет облегчить не только продажу ценных бумаг иностранных эмитентов, но и получение дивидендов американским инвесторам.

Преимущества депозитарных расписок для эмитента состоят в следующем:

- они помогают компаниям-эмитентам выйти на зарубежный рынок, а также повысить ликвидность акций, преодолеть правовые ограничения на непосредственное владение акциями;

- выпуск АДР позволяет расширить состав потенциальных инвесторов, в первую очередь институциональных;

- успешное размещение депозитарных расписок повышает престиж компании — эмитента ценных бумаг и соответственно доверие со стороны инвесторов, а также влияет на цены этих бумаг;

- эмиссия АДР позволяет компании определить рыночную стоимость своих акций, а также привлечь капитал иностранных инвесторов.

Депозитарные расписки выпускаются двух видов: спонсируемые и неспонсируемые. Если расписки выпускаются по запросу эмитента, они считаются спонсируемыми, эмитент опла-

чивает расходы по спонсируемой программе. Спонсируемые АДР регистрируются в Комиссии по ценным бумагам и биржам.

Банки могут выпускать неспонсируемые расписки по запросу инвесторов, и держатели таких расписок несут все расходы, в том числе платят за депонирование и изъятие ценных бумаг из депозитария, конвертацию дивидендов в доллары и другие услуги. Неспонсируемые расписки в настоящее время считаются устаревшими и выпускаются редко.

1.7. Международные ценные бумаги. Евробумаги

Процесс интеграции стран с рыночной экономикой требует создания общего финансового рынка для проведения эффективной инвестиционной политики. Уже накоплен большой опыт реализации международных инвестиционных проектов. Эмитированные банками и корпорациями ценные бумаги одних стран для распространения в других странах в большом объеме обращаются на международном рынке ценных бумаг. Полная отмена в 70-х годах ограничений на перемещение капитала в развитых странах создала условия для образования международного рынка ценных бумаг. Только за 10 лет (1980—1990 гг.) доля международных операций с ценными бумагами в ВВП США возросла с 9 до 93%, в Германии — с 8 до 58% и в Японии — с 7 до 119%. В общем объеме заимствованных на международном рынке капиталов средств наибольшая часть приходится на облигации (в 1994 г. более 60%). Почти 40% мирового рынка ценных бумаг приходится на США, свыше 20% — на Японию.

На Нью-Йоркской фондовой бирже в 1997 г. прошли листинг 350 иностранных предприятий. В американской торговой системе НАСДАГ котируются акции 500 иностранных компаний, на Лондонской фондовой бирже — 526 иностранных компаний.

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

Мировой финансовый рынок все более приобретает вид двухуровневой системы, в которой верхний уровень — наднациональный, он представлен обращением ценных бумаг, ведущих международных корпораций, а нижний уровень — национальный, где обращаются бумаги национальных компаний. Каждому из этих уровней присущи соответствующие институты финансового рынка — международные или национальные.

Международный рынок ценных бумаг, как и национальные рынки, состоит из первичного и вторичного рынков. На первичном рынке эмитент одной страны размещает ценные бумаги в другой стране или других странах, а на вторичном рынке происходит перепродажа ценных бумаг через специальные финансовые учреждения. При этом основными покупателями и продавцами на вторичном рынке ценных бумаг являются центральные и коммерческие банки, страховые компании и другие небанковские институты. Привлекательным рынком ценных бумаг в последние десятилетия стал рынок евробумаг. Евроинструмент — это акции, облигации, деривативы¹, размещаемые на международных финансовых рынках, которые являются внешними по отношению к стране эмитента.

Еврооблигации эмитируются правительствами стран, муниципалитетами, банками, международными организациями, национальными и транснациональными корпорациями. Внешние займы в виде еврооблигаций активно используются ими как дополнительный источник финансирования, особенно в условиях ограниченности денежных ресурсов в развивающихся странах с кредитным рейтингом «BB» (Мексика, Бразилия, Аргентина, Венесуэла, ряд стран Восточной Европы, Россия). Появился даже особый тип облигаций «PAR — BONDS», которые обмениваются на соответствующие долги стран по номиналу. Этим облигациям соответствует набор фиксированных купонных выплат, ставки по которым чаще ниже рыночных. Данные облигации носят также название «брэди-облигаций» по имени министра финансов США, который предложил такой метод реструктуризации долгов, когда в конце 80-х — начале 90-х гг. международные финансовые институты столкнулись с проблемой невозврата крупных кредитных средств развивающимися странами. PAR-Bonds облигации выпускаются на срок от 25 до 30 лет, и тем самым эмитентам предоставляется льготный порядок погашения обязательств по долгам.

¹ *Деривативы* — производные ценные бумаги.

Еврооблигации — это ценные бумаги преимущественно на предъявителя, т. е. регистрация владельца не производится. Они выпускаются и продаются в основном за пределами внутреннего рынка той валюты, в которой указано их достоинство. Вместе с тем еврооблигации деноминированы в валютах, которые занимают лидирующее положение в международной торговле, прежде всего в долларах США (см. табл. 1.3)¹.

Таблица 1.3

Структура международной облигационной задолженности по видам валют, 1993 г.

Виды валют	Млрд долл.	Проц.
1	2	3
Доллар США	722	39
Иена	252	14
Немецкая марка	184	10
Швейцарский франк	150	8
Фунт стерлингов	146	8
Французский франк	92	5
ЭКЮ	90	5
Канадский доллар	81	4
Голландский гульден	33	2
Итальянская лира	30	2
Всего	1850	100

Желая получить значительные средства путем эмиссии облигаций, крупный заемщик может выйти или на внутренний фондовый рынок, или на международный. На внешнем рынке эмиссия облигаций может быть подразделена на иностранный выпуск и на эмиссию еврооблигаций. Иностранные облигации эмитируются нерезидентом в какой-либо стране в валюте этой страны, т. е. иностранный выпуск размещается в Лондоне в фунтах стерлингов, в Токио — в иенах и т. д. Еврооблигации размещаются на нескольких национальных рынках, но в валюте, являющейся иностранной по отношению к стране размещения этих ценных бумаг.

При большом многообразии финансовых инструментов на еврорынке можно выделить следующие основные их типы:

— облигации с фиксированной ставкой доходности (купонными выплатами);

¹ Рубцов Б.Б. Указ. соч. — С. 257.

— облигации с «плавающей» ставкой доходности; размер купонных выплат состоит из двух частей — величины наиболее употребимой ставки, например ЛИБОР¹, и фиксированной положительной маржи, которая остается неизменной; сроки обращения таких облигаций — от 5 до 15 лет;

— два вида облигаций, связанных с акциями эмитента:

а) конвертируемые в обыкновенные акции эмитента на заранее оговоренных условиях; б) облигации с варрантами на акции эмитента. Варрант аналогичен опциону «колл», но может быть исполнен в течение более длительного срока. В этом случае варрант способствует повышению привлекательности облигаций.

Первые еврооблигации появились в 1963 г., хотя некоторые исследователи считают, что они были выпущены значительно раньше. Появление еврооблигаций было связано с интернационализацией хозяйственной жизни и либерализацией финансовых рынков США, Германии и Японии.

В 1987—1991 гг. наибольшая доля заимствований на евро-рынке наблюдалась у японских эмитентов (банки и промышленные корпорации), затем появились латиноамериканские заемщики (по мере повышения их кредитного рейтинга) и другие развивающиеся страны.

Распространенным видом долговых ценных бумаг на евро-рынке являются евродолговые обязательства (евроноты). **Средне-срочные ценные бумаги** — евроноты — составляют 50—60% новых эмиссий. Обязательства, номинированные в американской валюте, составляют около половины рынка, в немецких марках — 15%, японских иенах — 10%. Кроме того, появились такие валюты, как аргентинское песо, польские злотые, хорватские куны и российские рубли. А с 1999 г. стало возможным выпускать еврооблигации с номиналом в новой валюте — евро.

На евро-рынке присутствуют **краткосрочные долговые обязательства** со сроком обращения от одного до шести месяцев. Каждый их выпуск проходит процедуру андеррайтинга, синдицируется и размещается. В том случае, когда заемщику не удастся разместить очередной выпуск долговых обязательств, члены синдиката обязуются выкупить оставшиеся неразмещенными ценные бумаги по цене, не ниже объявленной (ЛИБОР плюс маржа).

Сравнительно новый инструмент на евро-рынке — **коммерческие обязательства**. Их особенностью является отсутствие

¹ ЛИБОР — London interbank offered rate (LIBOR) — ставка предложения (продавца) на лондонском межбанковском рынке депозитов, является важнейшим ориентиром для установления цен на еврооблигации

андерайтинга. Банки — члены синдиката берут на себя обязательства разместить бумаги заемщика на согласованных условиях, но при этом не обязуются выкупать недоразмещенные обязательства.

Срок обращения коммерческих обязательств на евторынке — от нескольких месяцев до нескольких лет. В отличие от аналогичных бумаг в США еврокоммерческие обязательства выпускаются на более длительный срок (на внутреннем рынке США срок их обращения 60 — 180 дней). Кроме того, эмитенты этих бумаг должны проходить процедуру рейтинга, что послужило причиной относительного снижения доли данных бумаг на евторынке в 90-е годы и проявления большего интереса со стороны инвесторов к среднесрочным долговым обязательствам.

Заметную роль на рынке евробумаг играют *евродепозитные сертификаты* (ДС), предназначенные в основном для крупных институциональных инвесторов. Главными эмитентами ДС являются отделения ведущих американских, английских, канадских, японских и европейских банков. ДС выпускаются на срок от 3 до 6 месяцев и имеют фиксированную процентную ставку.

Вместе с тем есть ДС и с более длительными сроками обращения, и с «плавающей» процентной ставкой.

Со второй половины 90-х годов российские еврооблигации стали выходить на внешние рынки. Серьезными конкурентами российских банков и компаний на мировом рынке капиталов стали субъекты Федерации и муниципальные власти. Интерес российских эмитентов к международному рынку долговых обязательств объясняется следующими их преимуществами:

- процентные ставки по евробумагам значительно ниже ставок по российским финансовым инструментам;
- достаточно длительным сроком привлечения средств при отсутствии долгосрочных заимствований внутри страны;
- большим разнообразием видов бумаг, позволяющих выбрать те, которые отвечают возможностям заемщика;
- возможность размещения не только долговых инструментов, но и акций и деривативов (производных ценных бумаг).

Россия появилась на рынке еврооблигаций в ноябре 1996 г., когда были размещены еврозаймы на сумму 1 млрд долл. Параметры выпусков российских еврооблигаций были довольно значительны (см. табл. 1.4).

Параметры выпусков еврооблигаций России¹

Характеристика эмиссии	1-й транш	2-й транш	3-й транш
Дата выпуска	27.11.1996	25.03.1997	26.06.1997
Объем выпуска	1 млрд долл.	2 млрд нем. марок	2 млрд долл.
Срок обращения, лет	5	7	10
Купон, проц. годовых	9,25	9	10

В 1997 г. было размещено 18 займов на общую сумму около 7 млрд долл. Перед августовским кризисом 1998 г. более 20 российских регионов были готовы выйти на рынок еврооблигаций. Четыре субъекта Федерации — Москва, Санкт-Петербург, Нижегородская и Московская области — зарегистрировали проспекты эмиссий в Министерстве финансов. Кроме того, указами Президента РФ разрешения на выпуск внешних облигационных займов получили 12 субъектов Федерации, в числе которых Республика Коми, Татарстан, Красноярский край, Ленинградская, Орловская, Самарская, Свердловская и Челябинская области. С помощью еврооблигационных займов в 1998 г. планировалось получить почти 5 млрд долл. Однако в результате кризиса размещение региональных еврооблигаций было «заморожено».

Начало с 1 января 1999 г. третьего этапа в развитии Европейского экономического и валютного союза и введение единой денежной единицы — евро в обращение на территории 11 стран Европы привели к образованию нового валютно-финансового объединения — Еврозоны, или Евроленда. По существу это означает преобразование 11 финансовых рынков этих стран в объединенный внутренний рынок капиталов Европейского экономического и валютного союза (ЕЭВС). Происходят изменения в структуре и тенденциях развития рынка, в поведении инвесторов и заемщиков на территории Еврозоны. Страховые компании, пенсионные фонды и банки, традиционно отдающие предпочтение надежным, но малодоходным государственным ценным бумагам, обратили свое внимание на более доходные частные корпоративные ценные бумаги и новые инструменты вторичного рынка долговых обязательств. Заемщики же, стремясь к расширению ликвидной базы, все чаще прибегают к эмиссии облигаций и различных производных ценных бумаг. Это касается в первую очередь компаний и ипотечных банков, имеющих надежное обеспечение.

¹ Рынок ценных бумаг. — 1997. — 3/114. — С. 17.

На конец сентября 1998 г. объем рынка облигаций 11 стран ЕС достиг 7203,2 млрд долл. (см. табл. 1.5), что выше, чем на рынке облигаций Японии (4728 млрд долл.), и в два раза меньше, чем в США (14 952,8 млрд долл.).

Таблица 1.5

Сравнительная характеристика сегментов рынка капиталов в ЕС (11)*, США и Японии, млрд долл.

Сегменты рынка капиталов	Отчетный период	ЕС (11)	США	Япония
Рынок долговых ценных бумаг	сент. 1998 г.	7203,2	14 952,8	4728,6
Внутренние долговые ценные бумаги	сент. 1988 г.	6132,3	13 344,6	4329,9
	в % от ВВП	90,2	164,7	108,5
Госсектор	сент. 1988 г.	3813,5	7550,0	3118,2
Частный сектор	сент. 1988 г.	2318,8	5794,6	1211,7
Рынок еврооблигаций	сент. 1998 г.	1070,9	1608,2	398,7
Капитализация фондового рынка**	окт. 1988 г.	3727,0	11 305,9	3855,5
	в % от ВВП	59,2	139,8	91,1
Рынок внутренних кредитов**	дек. 1997 г.	8326,1	6869,6	5502,2
	в % от ВВП	128,5	82,2	127,1

* Включены показатели по 11 странам — членам ЕЭВС (Австрия, Бельгия, Финляндия, Франция, Германия, Ирландия, Италия, Люксембург, Нидерланды, Португалия, Испания).
 ** Данные по капитализации фондовых рынков и рынков внутренних кредитов пересчитаны из экю в доллары США на базе официального курса евро к экю (1 евро = 1 экю) и евро к доллару США (1 евро = 1,168 долл.) на 31 декабря 1988 г.

Как видно из таблицы, задолженность по правительственным облигациям преобладает в структуре внутреннего долга в странах ЕС, и в других странах, что обусловлено их надежностью и относительно высокой доходностью. Однако в связи со снижением инфляции в странах ЕС, политикой, проводимой в области денежно-кредитной сферы, а также в результате кризиса в странах с нарождающимися рынками, где происходит перевод средств с этих рынков в Европу, идет процесс снижения доходности по правительственным облигациям.

Введение единой денежной единицы евро, переход к стабильности обусловили создание предпосылок для ускорения раз-

вития рынка корпоративных облигаций. Увеличился объем эмиссий корпоративных облигаций не только высокого рейтинга, но и высокодоходных ценных бумаг с менее высоким рейтингом. Рынок предъявляет достаточно высокий спрос на такого рода облигации. Только за 1998 г. общий объем эмиссии высокодоходных облигаций нефинансового сектора стран ЕЭВС составил 10 млрд долл¹.

Вместе с тем слабое пока развитие сегмента рынка корпоративных облигаций в ЕЭВС объясняется в первую очередь сложившейся традицией у предприятий большинства стран в пополнении недостающих средств за счет банковских кредитов. Этим же объясняется и невысокий уровень развития рынка еврооблигаций, который на конец сентября 1998 г. составлял 1070,9 млрд долл., что равно примерно половине внутреннего частного рынка долговых обязательств стран ЕЭВС². Для этого сегмента рынка также характерна тенденция к некоторому снижению качества эмитированных ценных бумаг. По прогнозам экспертов ЕС, в условиях функционирования Европейского экономического и валютного союза в 1999 г. с учетом возросшей склонности инвесторов вкладывать в менее надежные, но более доходные активы (рейтинг ВВ и ниже), объем эмиссии небанковских корпоративных еврооблигаций ожидается в объеме 35 млрд долл.³

Создание ЕЭВС способствует совершенствованию деятельности фондового рынка Западной Европы. Биржевые торговые системы завершают переход на электронные технологии, создаются предпосылки для объединения систем. Идет работа по созданию единой европейской биржи, в частности, достигнуто соглашение о стратегическом партнерстве между крупнейшими фондовыми биржами — Лондонской и Франкфуртской. Присоединиться к этому соглашению выразили желание фондовые биржи других западно-европейских стран. Ведущие западные биржи стремятся расширить круг котируемых ценных бумаг за счет привлечения предприятий стран Восточной Европы и СНГ, а также других развивающихся стран.

Идет реализация проекта создания Центрально- и Восточно-европейской биржи ценных бумаг в Вене на началах долевого участия Немецкой и Венской фондовых бирж на базе новой электронной системы, имеющейся во Франкфурте, с использованием клиринговой системы Немецкой фондовой биржи.

¹ Рынок ценных бумаг. — 1999. — № 13 (148).

² Там же.

³ Там же.

Глава 2. Первичный рынок ценных бумаг

На рынке ценных бумаг, как и на товарных рынках, действуют конкретные продавцы и покупатели со своими определенными целями. Однако это единственное сходство товарных рынков и рынков ценных бумаг. В отличие от товарных рынков, на которых товары производятся и продаются в соответствии со стратегиями и маркетинговыми приоритетами компаний-производителей, на рынке ценных бумаг такие бумаги появляются только в тех случаях, когда это вызвано необходимостью инвестиционного процесса.

Кроме того, в фондовой сфере действует особое регулирование. Если в товарном производстве государство не регламентирует ни технологию производства, ни ассортимент выпускаемых компаниями товаров, то на фондовом рынке и процесс выпуска ценных бумаг, и процесс их обращения детально регулируются.

2.1. Основные категории продавцов на рынке ценных бумаг и цели эмиссии

В качестве продавцов на рынке ценных бумаг могут выступать следующие участники:

- отдельные физические лица,
- различные предпринимательские структуры, правительство.

Индивидуальные держатели ценных бумаг становятся продавцами, когда, например, у них возникает потребность в средствах, в частности, для финансирования строительства дома или покупки товаров длительного пользования. Однако не они являются главными участниками этого рынка.

Крупнейшие генераторы предложения ценных бумаг — **предпринимательские структуры и правительство**. Процесс выпуска и обращение ценных бумаг называется эмиссией и осуществляется с различными целями, а именно:

- создание компании (акционерного общества) и формирование собственного капитала,
- управление капиталом через дополнительные выпуски ценных бумаг,
- привлечение заемного капитала через выпуск долговых бумаг.

Для **предпринимательских структур** эмиссия ценных бумаг — самая выгодная форма доступа к рынку капиталов. Успешная эмиссия позволяет при относительно небольших затратах стать обладателем солидного капитала: собственного (при выпуске акций) или заемного (при выпуске облигаций). В зависимости от целей эмиссии компания может выбрать для выпуска разные виды акций и облигаций, которые являются основой капитала акционерных обществ. Так, при создании компании в целях формирования собственного капитала ее учредители прибегают к акционированию, которое может быть обычным (инкорпорирование) или льготным (приватизация).

Акционерная форма предпринимательства по сравнению с другими типами коммерческой организации имеет преимущества. В частности, принцип, согласно которому акционеры не отвечают по долгам корпорации, создает для нее колоссальное преимущество. Другое преимущество — непрерывность существования. Фирмы, образованные, например, в виде партнерства, заканчивают свое существование со смертью или выходом из нее одного из партнеров. Эти обстоятельства не влияют на существование корпорации. Акции вышедшего акционера становятся частью его наследства, которая со временем переходит в собственность родственников или друзей. Существование корпорации ограничено только таким позитивным актом, как прекращение дел, или банкротством.

Акционеры публичной корпорации (открытого акционерного общества) могут легко передавать акции друг другу и третьим лицам. Таким образом, ликвидность — еще одна привлекательная черта акционерной собственности. И хотя акции переходят из рук в руки, активы остаются собственностью самой корпорации как отдельного юридического лица.

Выпуск акций с различными характеристиками обеспечивает корпорации несравненно большую финансовую мощь, чем сложение капиталов в партнерстве (не говоря уже об индивидуальном бизнесе). Принцип ограниченной ответственности акционера открывает возможность для вложений с расчетом на получение дохода без какой-либо дальнейшей ответственности. Любой же, вложивший капитал на правах полного партнера, отвечает за все долги партнерства.

Акционерная форма хорошо приспособлена для освоения крупных финансовых средств, необходимых для развития. Она также достаточно гибка для управления самыми различными видами бизнеса в рамках одной корпоративной группы. Вместе с тем инкорпорирование имеет и свои недостатки.

Один из недостатков связан с налогообложением. Как отдельное юридическое лицо, акционерное общество должно платить налоги. В отличие от выплат процентов по облигациям дивиденды, выплачиваемые держателям акций, не входят в число не облагаемых налогом издержек. Когда компания переводит прибыли в форме дивидендов отдельным лицам, им снова приходится уплачивать налоги с этих дивидендов.

Еще один недостаток возникает в результате разделения функций владения и управления. Хотя этот принцип и облегчает процесс управления, у некоторых управляющих возникает искушение действовать больше в собственных интересах, нежели в интересах акционеров.

Эмиссионная деятельность акционерных компаний может осуществляться не только в период создания общества и формирования капитала, но и в процессе текущей деятельности в связи с новыми целями и задачами. Так, в настоящее время главными причинами эмиссии акций являются следующие:

- финансирование поглощения,
- снижение доли заемного капитала в совокупном капитале,
- финансирование инвестиций в производительную деятельность.

Эмиссионная деятельность компаний выпуском акций не ограничивается. При необходимости расширения финансирования деятельности компании предпочитают привлекать заемные средства путем выпуска различного рода облигаций. Они охотно идут на выпуск облигаций, поскольку это обеспечивает сравнительно низкие процентные ставки. Кроме того, проценты по облигациям входят в число не облагаемых налогом предпринимательских издержек.

Недостаток облигаций заключается в том, что выплаты процентов должны производиться даже при отсутствии прибыли. По этой причине небольшие корпорации не могут часто прибегать к выпуску облигаций.

Ценные бумаги эмитируются компаниями и в целях, связанных с управлением капиталом. Если руководство компании и основные акционеры стремятся сохранить структуру контроля, то корпорация осуществляет выпуск облигаций. Эмиссия облигаций осуществляется и при планировании увеличения доли заемных средств. Если же необходимо изменить структуру капитала путем увеличения доли собственных средств, целесообразно прибегнуть к выпуску акций.

Следует отметить, что в зарубежных странах в настоящее время акционерные предприятия стали реже прибегать к эмис-

сии акций по сравнению с другими средствами финансирования. Можно сказать, что выпуск акций применяется лишь в крайних случаях, когда исчерпаны другие возможности внешне-го и внутреннего финансирования. Среди основных причин такой ситуации можно упомянуть следующие:

- противодействие держателей контрольного пакета акций увеличению общего числа акций, поскольку это ведет к уменьшению доли принадлежащих им бумаг корпорации и ослабляет контроль над ней;
- акционерные общества предпочитают использовать средства, позволяющие сохранить существующий порядок контроля: эмиссию облигаций, дробление акций, выпуск привилегированных акций и т. п.;
- относительно высокая стоимость эмиссии акций по сравнению с большинством заемных операций (процент выплачивается из валовой прибыли, а дивиденды на акции — из чистой);
- нежелание корпорации снижать показатель прибыли в расчете на акцию, поскольку чем больше удельная прибыль, тем выше биржевой курс их акций;
- длительные периоды застоя в биржевой конъюнктуре, в результате чего корпорации не могут размещать новые выпуски акций по приемлемым курсам, и ряд других причин.

Доказательством того, что акции являются крайним средством финансирования, является следующее обстоятельство: в отдельные годы или даже периоды начиная с 60-х годов по настоящее время изъятие акций из обращения нередко превышало новые эмиссии. Но даже когда их выпуск сильно увеличивался, акции неизменно занимали подчиненное место в механизме финансирования, основную роль в котором все же играют средства, поступающие с рынка ссудных капиталов, и эмиссии облигаций.

Крупнейшим эмитентом ценных бумаг является **государство** в лице как национального правительства, так и местных органов власти. В зарубежных странах правительство и правительственные учреждения выпускают целый ряд долговых инструментов на срок от 3 месяцев до 40 лет. От имени государства эмитентом государственных долговых обязательств обычно выступает министерство финансов, которое выпускает как рыночные, так и нерыночные ценные бумаги.

В соответствии с конституциями своих стран местные органы власти также могут занимать деньги путем выпуска ценных

бумаг как для собственных, так и зарубежных инвесторов. Необходимость в этом возникает всякий раз, когда расходы местных органов власти превышают их доходы или для осуществления крупного инвестиционного проекта. Обращение к рынку капиталов местными органами власти может принимать разные формы, в том числе и неэмиссионные, однако последние применяются гораздо чаще в силу их привлекательности.

Местные органы власти могут выпускать нерыночные облигации, рыночные облигации, деноминированные в местной или иностранной валюте, заимствовать денежные средства у пенсионных фондов, размещать облигационные займы через синдикат инвестиционных дилеров, среди инвестиционных и даже розничных инвесторов.

Облигации местных органов власти, как и облигации центрального правительства, фактически являются обещанием платежа. Они не обеспечиваются никакими физическими активами, и их стоимость определяется способностью местных органов власти погашать долг и выплачивать проценты.

В России в настоящее время как федеральное правительство, так и региональные органы власти активно прибегают к выпуску различного рода ценных бумаг для решения проблем рыночных преобразований. В 90-е годы государственный внутренний долг был оформлен государственными краткосрочными бескупонными обязательствами (ГКО), облигациями федерального и сберегательного государственного займов с переменным купонным доходом (ОФЗ-ПК и ОГСЗ). Внешняя задолженность в тот же период в виде ценных бумаг была реализована через облигации валютного займа. Однако финансовый кризис 1998 г. подорвал доверие к государству как к эмитенту и фактически привел к краху рынка государственных ценных бумаг.

Органы исполнительной власти и местного самоуправления РФ впервые начали свою деятельность на фондовом рынке в качестве эмитентов в 1992 г., когда были зарегистрированы первые муниципальные займы. К 1998 г. эмитентами муниципальных ценных бумаг были более половины субъектов Российской Федерации, при этом половина выпущенных ценных бумаг приходилась на Москву и Санкт-Петербург.

Эмитенты на международном фондовом рынке. Особым сектором фондового рынка в настоящее время является рынок еврооблигаций, на котором в качестве продавцов ценных бумаг выступают следующие категории эмитентов:

- наднациональные институты (в конце 1998 г. на них приходилось примерно 7% числа обращающихся выпусков),
- суверенные, квазисуверенные и субсуверенные заемщики (7%),

- корпорации нефинансового сектора (56%),
- финансовые институты (25%).

По показателю объемов торговли структура рынка будет несколько другой — возрастает доля наднациональных и суверенных эмитентов, эмиссии которых, как правило, намного крупнее, чем других категорий заемщиков.

Наднациональные институты. К этой категории эмитентов относятся такие институты, как Всемирный банк, Международная финансовая корпорация, региональные банки реконструкции и развития, для финансирования проектов которых разрабатываются и применяются самые разнообразные стратегии привлечения ресурсов.

Суверенные и квазисуверенные эмитенты. К числу суверенных заемщиков относятся государства. В настоящий момент такими эмитентами являются как развитые (Италия, Испания, Канада), так и развивающиеся страны (Аргентина, Мексика). После введения новой европейской валюты евро на международный рынок вышли все правительства зоны евро: раньше они выпускали свои долговые обязательства исключительно на внутреннем рынке, а теперь эти ценные бумаги имитируются в соответствии с процедурами и стандартами еврорынка.

В качестве квазисуверенных структур обычно рассматриваются государственные или полугосударственные агентства, такие, как американские — Федеральная национальная ипотечная ассоциация и Федеральная корпорация жилищного ипотечного кредита, национальные агентства по экспортному страхованию и др. Под влиянием процессов децентрализации политических и финансовых полномочий на рынке появились заемщики, представленные региональными (нецентральными) правительствами. Например, канадская провинция Онтарио часто заимствует на международном облигационном рынке даже большие суммы, чем само правительство Канады. В качестве эмитентов выступают немецкие земли, итальянские регионы, провинции Бразилии и т. д.

Корпорации и финансовые институты. В эту категорию эмитентов входят ведущие корпорации и банки Европы, Азии и Америки.

2.2. Мотивация и категории покупателей на рынке ценных бумаг

Всех покупателей на рынке ценных бумаг можно подразделить на две группы:

- индивиды (розничные инвесторы),
- институциональные инвесторы.

В отличие от продавцов данные категории покупателей оперируют как на национальных, так и на международном фондовых рынках.

Розничные инвесторы. К данной категории принадлежат состоятельные индивиды, заинтересованные в сохранении капитала и получении высокого текущего дохода, а также в разумном налоговом управлении своими средствами. В развитых странах, в частности в США, Японии, Канаде, довольно высокий уровень личных сбережений отдельных лиц позволяет им в совокупности быть крупнейшими поставщиками инвестиционного капитала. Наряду с банковскими депозитами личные сбережения этой категории покупателей принимают форму сертификатов пенсионных фондов, облигаций государственных займов, корпоративных ценных бумаг, страховых полисов и т. д. Существует даже особый полшуточный термин, обозначающий типичного европейского розничного инвестора, — «бельгийский дантист» (*Belgian Dentist*).

Институциональные инвесторы. В этой группе наибольшая роль принадлежит кредитно-финансовым институтам в лице пенсионных фондов корпораций и государственных учреждений, страховых компаний, инвестиционных фондов, траст-отделов коммерческих банков, траст-компаний.

Пенсионные фонды заинтересованы в сохранности фондов и дохода на них. Поскольку доход на инвестиции пенсионных фондов не облагается налогом, они являются крупными покупателями высокодоходных государственных и корпоративных ценных бумаг, а также закладных. С целью противостояния инфляции многие пенсионные фонды инвестируют в обычные акции инвестиционного класса.

Страховой бизнес является крупнейшим генератором институциональных сбережений. Компании страхования жизни проявляют максимум осторожности в инвестиционной деятельности. Но так как страхование является долгосрочной операцией, страховые компании всегда проявляли интерес к высокодоходным долгосрочным ценным бумагам. Инвестиционная активность

этих компаний регулируется законом. Обычно им разрешается держать облигации, выпущенные или гарантированные правительством, в том числе местными органами власти, прочие долговые обязательства, привилегированные акции, обычные акции большинства компаний при определенных гарантиях доходности.

В качестве покупателей на рынке ценных бумаг выступают и *инвестиционные фонды*. Это компании, продающие свои акции публике и инвестирующие выручку в самые разные ценные бумаги с расчетом заработать на диверсификации и разнице в их рыночной цене. Они преследуют самые разные цели — от сохранности инвестиций (покупка облигаций, акций «голубые фишки») до расширения капитала (покупка обычных акций быстрорастущих фирм).

Коммерческие банки также могут выступать в роли покупателей ценных бумаг. Их значение на рынках ценных бумаг не одинаково в различных странах и зависит от особенностей законодательства. Например, в Германии, где банки имеют право осуществлять все виды операций с ценными бумагами, они не только выходят на рынок как посредники и крупнейшие инвесторы, но и активно занимаются эмиссионной деятельностью (эмитируя главным образом облигации). В странах, где роль коммерческих банков на фондовых рынках законодательно ограничена (США, Канада, Япония), они находят опосредованные пути участия в инвестиционной и посреднической деятельности.

Поскольку основная часть активов банков — это бессрочные вклады, подлежащие изъятию по требованию вкладчиков, законодательство требует, чтобы банки держали определенный процент активов в надежной высоколиквидной форме. Эта часть активов именуется резервами, которые бывают первичными и вторичными. Первичные активы создаются путем помещения активов в центральный банк страны. Вторичные активы — это денежная наличность, каждодневные ссуды дилерам денежного рынка и казначейские билеты. Кроме этих официальных резервов банки поддерживают запас денежной наличности, или «околоденежных» ценных бумаг, для текущих операций по вкладам в часы пик, когда люди совершают особенно много покупок. Этот запас также используется для корректировки официальных резервов в связи с какими-либо неожиданными переменами.

Упор на ликвидные краткосрочные вложения означает, что банки имеют дело с огромным количеством казначейских билетов и других государственных ценных бумаг со сроком погашения не более трех лет. Хотя банки обычно являются корпорациями и выпускают в обращение собственные акции, они не могут покупать акции и облигации друг у друга (сверх опреде-

ленного очень низкого норматива). Правда, в некоторых странах им разрешено создавать инвестиционно-дилерские филиалы.

Траст-компании по характеру своих операций близки к коммерческим банкам и предлагают клиентам многие из тех услуг, что осуществляют банки. Создавались же траст-компании для того, чтобы управлять по доверенности имуществом и ценными бумагами корпораций и отдельных лиц. Фонды, принятые траст-компанией в управление по доверенности, называются гарантированными, так как их собственникам гарантируется получение фиксированного дохода в годовом или ином исчислении. Траст-компании не так сильно зависят от ликвидности, как коммерческие банки, поскольку гарантированные фонды — это почти исключительно срочные вложения. Структура гарантирования их фондов регулируется законом. Обычно она складывается из инвестиций под первый заклад государственных облигаций и ценных бумаг прибыльных компаний.

В некоторых странах важную роль на рынке ценных бумаг играют **иностранные покупатели**. Покупатель из страны А, желающий приобрести ценные бумаги корпорации или правительства страны Б, может дать соответствующее распоряжение своему брокеру или банку, который, в свою очередь, передаст заказ дилеру страны Б. Или же он может напрямую связаться с любым дилером страны Б, имеющим в стране А свое представительство. В любом случае ценные бумаги новых выпусков или находящиеся в обращении приобретаются дилером страны Б обычно на рынке этой же страны. Но возможны и исключения, например, когда облигации продаются «с прилавка» за пределами страны Б или же акции некоторых ее компаний котируются на зарубежных биржах.

Покупатели, помещая свои сбережения в те или иные виды ценных бумаг, стремятся достичь определенных целей. Основными из этих целей являются безопасность вложений, их доходность, рост и ликвидность.

Под безопасностью понимается неуязвимость инвестиций от потрясений на рынке инвестиционного капитала и стабильность получения доходов. Безопасность обычно достигается в ущерб доходности и росту вложений. Самыми безопасными являются вложения в облигации государственных займов, которые обеспечиваются экономическим весом и платежеспособностью государства. Казначейские билеты и другие краткосрочные долговые обязательства государства также привлекательны с этой точки зрения именно в силу близости срока погашения. Казначейские векселя практически исключают риск со стороны покупателя. Надежными являются и облигации крупных, хорошо известных корпораций. Самыми рискованными являются вложения в ак-

ции молодых наукоёмких компаний. В то же время они могут оказаться и самыми выгодными с точки зрения доходности и роста инвестиций.

Если покупатель стремится максимизировать доход на вложенные средства, ему, вероятнее всего, придется пожертвовать безопасностью, ибо более доходными являются корпоративные ценные бумаги с низким инвестиционным рейтингом. Оптимальное сочетание безопасности и доходности достигается тщательным подбором и периодической ревизией ценных бумаг.

Наращивать вложения могут только держатели акций. Умножение капитала является инвестиционной целью постольку, поскольку меняется уровень налогообложения. Например, половина прироста капитала засчитывается в доход инвестора и облагается обычным подоходным налогом, а другая — не облагается налогом вовсе. Так, если инвестор купил ценные бумаги по 1000 ед. за штуку, а затем продал их по 1600 ед., то налог придется платить лишь с 300 ед. Чем больше прирост капитала, тем меньше налоговое бремя. Из-за этого многие инвесторы, особенно уплачивающие высокие налоги, предпочитают рост вложений доходности. Их интерес к такому росту породил целый класс ценных бумаг, именуемых ценными бумагами роста. Это в основном обычные акции быстро растущих компаний, действующих в передовых отраслях. Подобные акции приносят низкий уровень дивидендов, но обеспечивают быстрое удорожание капитала (см. табл. 2.1).

Таблица 2.1

Ценные бумаги роста

Типы ценных бумаг	Инвестиционные цели:		
	безопасность	доходность	рост
Облигации:			
краткосрочные	самая высокая	самая устойчивая	самый медленный
долгосрочные	на втором месте после краткосрочных	устойчивая	по-разному
Акции:			
привилегированные	хорошее	устойчивая	по-разному
обычные	хуже всего	колеблется	самый быстрый

Ликвидность ценных бумаг, под которой понимается быстрое и безущербное для держателя их обращение в деньги, как цель покупателя не обязательно связана с другими инвестиционными целями. Она лишь означает, что при известной цене всегда найдутся

покупатели, которые заберут данные ценные бумаги. Для некоторых инвесторов, желающих иметь возможность быстро обрести наличность, это важное качество.

Ни одна ценная бумага не обладает всеми перечисленными выше свойствами, поэтому покупатели всегда идут на компромисс. Если ценные бумаги доходны, то надежность их будет низкой, так как те, кто предпочитает надежность, будут предлагать высокую цену и собьют доходность. Совершенных ценных бумаг на рынке нет.

2.3. Организация первичного рынка ценных бумаг

Рынок ценных бумаг подразделяется на первичный и вторичный. На **первичном рынке** размещаются новые выпуски ценных бумаг, эмитентами которых являются корпорации, правительство и муниципальные органы. Эти фондовые ценности приобретаются индивидуальными инвесторами и кредитно-финансовыми институтами. Таким образом, первичный рынок — это как бы то экономическое пространство, которое ценная бумага проходит от эмитента до первого покупателя. Экономическим это пространство называется не только потому, что на нем действуют эмитент и инвестор, но и потому, что оно рационально организовано (для него характерно разделение труда, на нем функционируют специализированные посредники) и выполняет определенную экономическую задачу — только в рамках данного пространства эмитент может получить необходимый ему капитал. Дальнейшее движение ценной бумаги, т.е. от первого покупателя к последующим, не может являться источником дохода для эмитента.

На первичном рынке любое лицо, имеющее необходимый для этого юридический статус, может получить как собственный, так и заемный капитал путем эмиссии. Заемный капитал будет получен в результате выпуска облигаций и других долговых бумаг. Но всякую ссуду следует в назначенное время вернуть, а потому ссуда, полученная на фондовом рынке, мало чем отличается от банковского кредита. Однако на этом рынке можно получить не только ссуду, но и капитал, который вообще не надо возвращать. Условием получения такого капитала является приобретение коммерческой структурой статуса акционерного общества и выпуск акций, т. е. эмиссия.

Классификация эмиссий корпоративных ценных бумаг может производиться по разным критериям (см. табл. 2.2).

Классификация эмиссий корпоративных ценных бумаг

Последовательность	Тип выпускаемых ценных бумаг	Способ размещения	Источники оплаты приобретаемых акций
Первичная	Обыкновенные акции	Распределение, в том числе: — среди учредителей, — среди акционеров	Собственные средства эмитента
Вторичная	Привилегированные акции Облигации	Подписка: — открытая, — закрытая Конвертация	Средства акционеров или инвесторов, ранее размещенные в ценные бумаги, конвертируемые в ценные бумаги данного выпуска

По российскому законодательству компания не может одновременно проводить эмиссию ценных бумаг различных категорий и типов.

В России выпуск ценных бумаг в обращение (эмиссия), их продажа первым владельцам (инвесторам) — физическим и юридическим лицам — осуществляется при:

— учреждении акционерного общества и размещении акций среди его учредителей;

— увеличении размеров первоначального уставного капитала акционерного общества путем выпуска акций;

— привлечении заемного капитала юридическими лицами, государством, государственными органами или органами местной администрации путем выпуска облигаций и иных долговых обязательств.

Продуманная эмиссионная деятельность может помочь предприятиям решить множество конкретных задач. Далекое не всегда компании представляют, какое преимущество они могут получить в результате грамотно проведенной эмиссии, и не выделяют в своей стратегии эмиссионную политику как отдельное направление в менеджменте. В числе задач, которые могут быть решены с помощью эмиссий корпоративных ценных бумаг, назовем следующие:

- мобилизация ресурсов на осуществление инвестиционных проектов эмитента, пополнение его оборотных средств;
- увеличение собственного капитала компании-эмитента;

- изменение структуры акционерного капитала (распределение акций, прежде всего голосующих, между группами акционеров) либо преодоление негативных тенденций в этом изменении;
- погашение кредиторской задолженности путем предоставления кредиторам части выпущенных ценных бумаг;
- реструктуризация задолженности организаций по налоговым платежам;
- рост доходов инвесторов от сделок купли-продажи на вторичном рынке приобретенных ими ценных бумаг эмитента.

Процедура эмиссии ценных бумаг регулируется национальным законодательством и включает ряд обязательных этапов. Так, основными этапами эмиссии являются:

- принятие решения о выпуске бумаг,
- подготовка проспекта эмиссии,
- регистрация проспекта эмиссии в государственном органе,
- регистрация выпуска эмиссионных ценных бумаг,
- размещение ценных бумаг.

Решение о выпуске акций или других бумаг в акционерном обществе должно быть утверждено советом директоров. При учреждении акционерного общества это решение принимается в соответствии с договором о его создании уполномоченным органом акционерного общества. Это решение должно быть зарегистрировано в органе государственной регистрации ценных бумаг и содержать данные, достаточные для установления объема прав, закрепленных ценной бумагой. Так, законодательство РФ указывает обязательный объем информации, который должен содержаться в решении о выпуске ценных бумаг.

Особо выделяется ситуация, когда компания впервые планирует выпустить акции. Эта процедура называется первичным открытым размещением акций (initial public offering — IPO) и представляет собой наиболее сложную задачу. Так, по американскому законодательству компания, которая намерена выпустить акции первичного размещения, должна начать действовать как открытая компания за два года до планируемого выпуска. Как рекомендуют эксперты, в таких случаях следует начать с подготовки подробных итогов финансовой деятельности компании и разработки бизнес-плана. Для этого обычно собирается группа, состоящая из ведущего инвестиционного банка, бухгалтера и представителей юридической фирмы. Процесс IPO официально начинается с общего собрания, которое обычно проводится за 6—8 недель до официальной регистрации компании в Комиссии по ценным бумагам и биржам США, где члены груп-

пы составляют график выпуска акций первичного размещения и распределяют между собой обязанности.

Выпуску акций должно предшествовать опубликование специального *проспекта эмиссии* (особой декларации), содержащего достоверную и полную информацию о характере деятельности акционерного общества, его руководителях, капитале, доходах, задолженности и другие показатели финансового положения. В США и большинстве других стран государство осуществляет контроль за тем, чтобы проспекты эмиссии содержали достаточно подробные сведения о положении дел выпускающих ценные бумаги акционерных обществ, но не отвечает за правильность сообщаемых сведений. Проспект включает все финансовые данные компании за последние пять лет, информацию о менеджерах, описание целевого рынка, конкурентов и стратегии компании.

После регистрации проспекта Комиссия по ценным бумагам и биржам, Национальная ассоциация биржевых дилеров и другие государственные органы США по ценным бумагам изучают документ для выявления упущений. Все отмеченные этими ведомствами упущения должны быть исправлены.

Для инвесторов не существует проблем в ознакомлении с новыми проспектами. *Во-первых*, их можно получить в электронном виде бесплатно на сайте Комиссии по ценным бумагам и биржам или на сайте Hoover's IPO Central, а также за определенную плату из онлайн-службы финансовой сети Интернет. *Во-вторых*, печатную копию проспекта можно получить в инвестиционных банках, входящих в синдикат по размещению, либо в компании, выпускающей акции. Чтение проспектов является довольно трудным делом, поскольку они написаны преимущественно юристами, перегружены специальными терминами и носят в большинстве своем негативный оттенок. Этот оттенок объясняется тем, что компания должна быть предельно честна в описании своих недостатков и проблем, чтобы в будущем избежать судебных исков инвесторов.

В России существует такой же порядок. Вместе с тем государство периодически проверяет достоверность проспектов эмиссии и в случае обнаружения злоупотреблений применяет штрафные санкции.

Так, в России запрещено совершение сделок с ценными бумагами с использованием конфиденциальной информации. При этом конфиденциальной считается информация об эмитенте или его ценных бумагах, которая не является равнодоступной (т.е. полученной не из средств массовой информации, проспекта эмиссии ценных бумаг, периодических отчетов и информационных мате-

риалов, публикуемых эмитентом) и ее использование способно нанести ущерб материальным интересам эмитента или инвестора.

Проспект эмиссии состоит из нескольких разделов. В *первом* приводятся наиболее общие сведения об эмитенте: название и организационно-правовая форма компании; лица, ответственные за достоверность предоставленных в проспекте эмиссии данных. Во *втором разделе* содержится инвестиционная декларация, в которой определяются цели инвестиций и направления инвестиционной политики, т. е. дается краткое описание предполагаемой деятельности эмитента на рынке ценных бумаг. В инвестиционной декларации указываются четкие ограничения инвестиционной деятельности, если они предусмотрены нормативными актами, регулирующими работу эмитента.

В *третьем разделе* проспекта эмиссии помещаются сведения о предстоящем выпуске ценных бумаг. В их числе — размер уставного капитала при учреждении предприятия с учетом дополнительного выпуска акций, вид выпускаемых ценных бумаг, их номинал и начальная цена подписки, дата начала и окончания размещения акций, максимальное количество акций, разрешенных к приобретению одним инвестором, форма выпуска ценных бумаг (наличная, безналичная), ограничения на их приобретение для отдельных категорий инвесторов, адрес и телефон эмитента, по которому может быть получена дополнительная информация.

В *последующих разделах* проспекта эмиссии приводятся сведения о предыдущих выпусках ценных бумаг, учредителях эмитента, органах управления с указанием фамилий руководителей, их доли в уставном капитале, перечнем всех занимаемых должностей в настоящее время и за последние пять лет, в том числе вне органов управления эмитента. Кроме того, сообщается о судебных исках и санкциях, предъявленных к эмитенту на момент регистрации проспекта, приводится отчет о финансовом положении и результатах деятельности компании.

В *завершающих разделах* проспекта эмиссии излагаются условия приобретения прав владельцев ценных бумаг, а также другая информация, представляющая интерес для инвесторов.

Эмитент и гаранты выпуска (если таковые имеются), а также инвестиционные институты, производящие по соглашению с эмитентом продажу ценных бумаг первым владельцам, обязаны обеспечить каждому покупателю возможность ознакомления с условиями продажи и проспектом эмиссии до момента покупки данных бумаг. Поэтому публикация проспекта эмиссии является обязательной.

Эмитент и инвестиционные институты, производящие продажу акций первым владельцам, обязаны также обеспечить всем им равные ценовые условия приобретения (цена акций одного выпуска в этом случае должна быть одинаковой).

Регистрация выпуска ценных бумаг. Выпуск ценных бумаг осуществляется под жестким контролем со стороны государственных органов. Все выпуски должны пройти регистрацию в Министерстве финансов РФ и получить государственный регистрационный номер.

Министерство финансов вправе объявить выпуски ценных бумаг несостоявшимися, приостановить их, отказать в регистрации в случаях, когда эмитенты или инвестиционные компании, производящие продажу ценных бумаг, указывают в проспектах эмиссии недостоверные сведения либо сведения, нуждающиеся в разъяснениях, а также нарушают в процессе выпуска требования действующего законодательства.

Ограничения государственной регистрации выпуска касаются не только акций, но и других видов ценных бумаг, прежде всего облигаций. Так, по действующему российскому законодательству выпуск облигаций не проходит государственную регистрацию в следующих случаях:

- до полной оплаты уставного капитала организации-эмитента;
- до регистрации отчета об итогах зарегистрированного ранее выпуска облигаций той же серии;
- до регистрации отчетов об итогах всех зарегистрированных ранее выпусков акций и внесения соответствующих изменений в устав акционерного общества-эмитента;
- если сумма номинальных стоимостей выпускаемых облигаций в совокупности с суммой номинальных стоимостей всех непогашенных облигаций эмитента превышает размер его уставного капитала или величину обеспечения, предоставленного ему третьими лицами.

Размещение эмиссии. Размещение ценных бумаг на первичном рынке может происходить в форме распределения, подписки либо конвертации. При распределении речь идет о распределении дополнительных акций акционерного общества среди его акционеров. При конвертации эмитированные ценные бумаги обмениваются на ранее выпущенные облигации либо на акции с большей или меньшей номинальной стоимостью.

Рыночное размещение выпущенных ценных бумаг происходит в основном по подписке, два других способа практически не дают возможности изменить состав держателей ценных бумаг компании.

Среди акций, размещаемых путем подписки, выделяют акции компаний, которые уже присутствуют на рынке, и первые открытые подписки на акции. Во втором случае речь идет о превращении закрытой компании в открытую и о привлечении внешних, «посторонних» акционеров. Это характерно практически для всех акционерных обществ, достигших определенной стадии развития и желающих мобилизовать дополнительный капитал.

В этом случае после представления исправленного проспекта эмиссии инвестиционная компания, являющаяся ведущим андеррайтером, приступает к формированию консорциума из других инвестиционных компаний и банков. Каждый банк, вошедший в консорциум, получает определенную долю акций IPO для продажи своим клиентам. Далее консорциум собирает так называемые выражения интереса от своих клиентов, чтобы определить первичный спрос на сделку.

Для стимулирования спроса среди клиентов руководство компании эмитента проводит целую серию мероприятий-презентаций под общим названием (на жаргоне фондового рынка) «гастроли». Во время «гастролей» менеджеры компании стараются произвести положительное впечатление на институциональных инвесторов, открыто обсуждая с ними перспективы бизнеса. Такие заявления менеджеров являются законными, пока они делаются в устной форме.

Окончательный объем выпуска акций первичного размещения и его цена определяются компанией и ведущим андеррайтером после завершения «гастролей». При новом выпуске акций компаниями, чьи акции уже существуют на рынке, имеется ориентир в виде их биржевого либо внебиржевого курса, который позволяет довольно точно определить цену подписки. При первой открытой подписке такого ориентира нет. Естественно, что компания, выпустившая акции, хочет продать их по высокой цене, инвестор же, наоборот, заинтересован в низкой цене. В обычных условиях исходная цена определяется с участием дилеров, организаций-гарантов, которые основываются на ожидаемом спросе на сделку и на других рыночных условиях. Инвестиционный посредник должен учесть интересы и компании, выпускающей акции и желающей заработать как можно больше денег, и инвесторов, покупающих акции и ожидающих увидеть хоть какое-то немедленное увеличение своих инвестиций. Как считают специалисты, инвестиционные банки стараются назначить за сделку такую цену, чтобы превышение цены открытия составило примерно 15%.

Однако окончательный курс ценной бумаги может определить только рынок. Как показывает практика, иногда акции продаются по цене на 10—15% ниже той, которая складывается на них сразу после окончания размещения.

Если интерес к выпуску начинает ослабевать, как правило, практикуется уменьшение количества предлагаемых акций или снижение их цены по сравнению с теми данными, которые указаны в регистрационных документах компании. В редких случаях компания может отложить размещение акций из-за недостаточного спроса. Если же сделка привлекает особое внимание инвесторов, то цена или количество предлагаемых акций могут быть увеличены по сравнению с первоначальным предложением.

Для проведения подписки эмитент чаще всего использует специализированных посредников — компании по ценным бумагам, инвестиционные компании, банки. Для обозначения процедуры вывода ценных бумаг эмитента на рынок с помощью инвестиционного посредника часто используется термин «андеррайтинг» (*underwriting*), т. е. подписка. В этом случае можно говорить о применении данного термина в широком смысле слова, показывающем участие третьего лица (посредника) в процедуре выпуска.

По законодательству большинство стран компании могут также проводить прямое открытое размещение акций (*Direct Public Offering, DPO*), т.е. размещение, при котором компания обходится без помощи андеррайтеров и продает свои акции напрямую инвесторам. Такого рода размещение сейчас может проводиться и с помощью Интернета. Однако ликвидность DPO, как показывает практика, бывает крайне ограниченной.

Конкретный вид посредника, занимающегося первичным размещением ценных бумаг, зависит от законодательства данного рынка. Так, в США длительное время эту функцию выполняли коммерческие банки. Это послужило одной из причин «великого кризиса» 1929—1933 гг.: огромные финансовые ресурсы банков были вложены в ценные бумаги промышленных предприятий, после банкротства которых банки понесли огромные потери и вся тяжесть их легла на вкладчиков. Поэтому в 1933 г. в США был принят закон Гласса-Стигола, который запретил банкам оказывать посреднические услуги на рынке ценных бумаг. В 80-е годы этот закон стал постепенно нарушаться (банкам было разрешено совершать операции с акциями, но не на первичном рынке, а также выполнять некоторые дилерские услуги).

В более узком смысле термин «андеррайтинг» означает определенные условия, которые инвестиционный посредник берет на себя перед эмитентом в отношении выпускаемых им бумаг. Такого рода условия могут заключаться в:

- гарантированном обязательстве посредника выкупить весь выпуск ценных бумаг данного эмитента (*firm commitment* или *bought deal*); соглашение по формуле «*firm commitment*» предусматривает обязательство посредника выкупить весь выпуск акций эмитента по определенной цене (меньшей, чем цена предложения) для последующей перепродажи сторонним инвестором;
- гарантированном обязательстве посредника выкупить не реализованную часть выпуска данного эмитента;
- обеспечении «максимальных усилий» по реализации ценных бумаг эмитента (*best efforts underwriting*).

Формула «*best efforts*» означает, что посредник соглашается действовать лишь в качестве торгового агента компании-эмитента, т. е. посредник обязуется лишь предлагать акции публике по фиксированной цене в течение оговоренного срока. Если к окончанию срока не удастся продать установленное минимальное число акций, предложение в соответствии с таким соглашением аннулируется.

В первых двух случаях эмитент практически уверен в размещении всего выпуска ценных бумаг, а условия размещения и выкупа не реализованной части оговорены с посредником. Такого рода условия предпочитают крупные компании-эмитенты. В последнем случае речь идет не о гарантиях продажи, а об обязательстве посредника приложить определенные усилия по продаже бумаг. На этих условиях посредники берутся реализовать ценные бумаги небольших компаний.

Кроме того, инвестиционный посредник может выступать в качестве резервного канала реализации нового выпуска («*standby*»). Это происходит в том случае, когда эмитент пытается осуществить прямое размещение нового выпуска. При этом он договаривается с банком, что тот подключится к размещению, если выпуск не будет удаваться разместить полностью.

Инвестиционные посредники, занимающиеся первичным размещением ценных бумаг, чаще всего работают совместно, образуя синдикаты (консорциумы) андеррайтеров, которые могут насчитывать до нескольких десятков членов. Среди участников синдиката главным андеррайтером считается тот посредник, с которым эмитент договаривается об условиях выпуска. Каж-

дый из участников синдиката проводит подписку среди своих клиентов в пределах выделенной ему доли выпуска.

Когда эмитент получает предложения от нескольких синдикатов, андеррайтинг производится на конкурсной основе. Эмитент выбирает то предложение, в котором указывается самая высокая цена, либо непосредственно согласовывает условия выпуска с одним из предлагающих синдикатов.

Андеррайтер размещает бумаги на рынке по цене, выше выплаченной эмитенту. Эта маржа называется «валовый спред», или «скидка для андеррайтеров», и составляет обычно 7—8%, из которых около половины уходит брокеру, продающему акции. Обе цены должны быть указаны в проспекте эмиссии.

Обычно на андеррайтера ложатся и обязанности по регистрации выпуска в соответствующем государственном органе. Так, в США андеррайтер подает заявку на регистрацию выпуска в Комиссию по ценным бумагам и биржам. После подачи заявки на регистрацию наступает так называемый период молчания, длящийся не менее 20 дней, в течение которого никаких действий на рынке не совершается.

Через два дня после получения окончательного варианта проспекта эмиссии андеррайтер может предлагать бумаги сторонним инвесторам. Новый выпуск вступает в силу обычно после закрытия рынка. Торги по новым акциям начинаются на следующий день. За обеспечение регулярной торговли акциями компании в течение первых нескольких дней отвечает ведущий андеррайтер. Ему юридически разрешено поддерживать цену вновь выпущенных акций путем покупки или коротких продаж акций на рынке. Он может также наложить штрафные санкции на брокеров, «сбрасывающих» акции клиентам. Штраф накладывается в том случае, когда андеррайтеру приходится принимать уже проданные им акции. Это позволяет определенным образом контролировать цену акций на рынке. Быстрое падение цен акций ниже цены предложения, несмотря на усилия ведущего андеррайтера, воспринимается инвесторами весьма негативно.

Выпуск акций первичного размещения не объявляется окончательным, пока не пройдет примерно неделя после начала торгов по акциям. В практике фондового рынка США были случаи, когда выпуск считался прекращенным сразу после начала торгов по акциям. В таких случаях все сделки признаются недействительными и деньги возвращаются инвесторам.

В целом инвестиции в акции первичного выпуска считаются рискованным бизнесом. Например, в 1997 г. курс акций пер-

вичного размещения набрал около 14,3% от цены предложения. В то же время курс акций, входящих в индекс «*Standard & Poor's 500*» вырос на 31%. В том же году акции IPO поднялись в цене лишь на 8,9% по сравнению с ценой открытия.

В России инвестиционные институты вправе по соглашению с эмитентом выступать гарантами и организаторами выпуска ценных бумаг на следующих условиях:

- инвестиционные компании обязуются выкупить за свой счет весь выпуск ценных бумаг по фиксированной цене с целью дальнейшей перепродажи сторонним инвесторам;

- инвестиционные компании обязуются выкупить за свой счет недоразмещенную ими среди сторонних инвесторов в течение оговоренного срока часть выпуска ценных бумаг.

Инвестиционные компании и финансовые брокеры могут также продавать ценные бумаги от имени эмитента сторонним инвесторам без принятия на себя обязательств по выкупу недораспространенной части выпуска.

В России начиная с 90-х годов на первичном рынке ценных бумаг особенно большую роль стали играть крупные коммерческие банки. Некоторые из них выполняли дилерские услуги для государства (например, при размещении краткосрочных государственных обязательства). Действующее в России законодательство разрешает создавать для реализации ценных бумаг на первичном рынке специальные финансовые синдикаты на акционерной основе. Они должны иметь в числе своих членов компанию-менеджера, организующую всю работу синдиката, компании-акционеров, а также финансово-кредитные учреждения в качестве гарантов операций (ими могут быть коммерческие банки, инвестиционные фонды и т. п.). Такие синдикаты могут создаваться как для проведения какой-либо одной масштабной операции (например, реализация муниципального займа), так и функционировать на постоянной основе. Прибыль, полученная синдикатами, распределяется на таких же принципах (включая выплаты комиссионных за оказанные управленческие и другие услуги), как и во всех других акционерных обществах.

После поступления эмитированных ценных бумаг на первичный рынок наступает «период обдумывания» (физические и юридические лица не стараются моментально приобрести ценные бумаги), который длится 2—4 недели. Но не больше, в противном случае ценные бумаги могут быть раскуплены конкурентами. Во время «периода обдумывания» происходят совещания

руководителей дилерских фирм и синдикатов, которые и принимают решения о скупке эмиссии или ее части.

Указанный выше порядок эмиссии ценных бумаг относится прежде всего к выпуску акций. В отношении других видов ценных бумаг могут существовать особые условия и другой порядок. Так, выпуском облигаций правительства занимается министерство финансов (казначейство), привлекающее в некоторых случаях для размещения посредников, среди которых особое положение занимают центральные банки. Основными способами размещения государственных ценных бумаг могут быть аукцион, открытая продажа и индивидуальное размещение.

Аукционная форма первичного размещения наиболее характерна для стран с развитой экономикой. Таким образом размещаются как краткосрочные долговые обязательства, так и средне- и долгосрочные.

Открытая продажа ценных бумаг предполагает публикацию условий продажи в прессе и участие посредников (агентов) в лице центральных банков или других кредитно-финансовых институтов. Процедура открытой продажи обычно занимает длительный период времени.

При индивидуальном размещении проводятся переговоры между министерством финансов и крупными инвесторами о получении правительством кредита под выпуск долговых обязательств.

Первичный рынок ценных бумаг всегда остается в определенной степени неопределенным и «капризным». Акции и другие ценные бумаги могут распространяться не так активно, как хотелось бы. Могут возникать сомнения в эффективности предприятий-эмитентов, и тогда курсы их акций будут снижаться. Поэтому риск гарантов может быть очень большим. Устойчивость рынка во многом зависит от брокеров и дилеров, от их способности «фиксировать» цену, т.е. придать ей стабильность, не допускать ее резких колебаний. Первичный рынок ценных бумаг при всей его организованности всегда таит в себе потенциальную угрозу потери равновесия и стабильности.

Бумаги, приобретенные инвесторами при эмиссии, могут быть перепроданы. Такие сделки совершаются на вторичном рынке, состоящем из двух частей — фондовых бирж и внебиржевого рынка.

Глава 3. Фондовая биржа

3.1. История возникновения фондовой биржи

Биржевая торговля охватывает широкий круг активов — от физических товаров до валюты и фондовых ценностей. Но несмотря на отличия в объекте торговли, все биржи объединяет одно общее свойство — они являются *организованным рынком*.

Организованным рынком называется место, где собираются покупатели и продавцы для осуществления торговых операций по определенным, установленным правилам. Всем видам таких рынков присущ ряд общих черт:

- строго определенные правила проведения торгов;
- открытость в осуществлении торговых операций;
- официальный порядок установления курсов и котировок;
- наличие оборудованных торговых площадей, складских и офисных помещений;
- система связи и информации.

Элементы организованного рынка наблюдались еще в древности. Так, в Древнем Риме в определенное время проводились собрания торговцев, которые назывались «коллегии меркаторум». Эти собрания проходили в определенных местах, на так называемых продажных рынках («фора вендалия»). Продажные рынки были центрами распределения товаров, которые поступали со всех концов Римской империи. Преобладающее значение на них имели бартерные операции, но заключались и сделки с денежной оплатой. Иногда на них заключались и договоры с отсроченным во времени окончательным расчетом. Эту практику можно сейчас наблюдать и на современных биржах.

Собственно биржа возникла в Европе в период первоначального накопления капитала и интернационализации торговых операций. Наиболее ранней формой биржевых операций стала торговля деньгами и векселями, что объясняется прежде всего высокой степенью заменяемости и обратимости, присущей этим активам.

Вексельно-денежная биржа возникла первой, так как для фондовой биржи тогда еще не было условий: отсутствовали ее объекты — акции и облигации. Не было и крупных предприятий, нуждавшихся в привлечении больших средств путем их

выпуска. Даже для возникновения товарной биржи в то время еще не сложились предпосылки, и товарные операции по-прежнему сосредоточивались на ярмарках и рынках.

Лишь в начале XVI в. эволюция торговых операций привела к возникновению фондовой и товарной бирж в современном значении этих терминов. При этом первыми сформировались товарные биржи, на которых и началась впоследствии торговля фондовыми ценностями. Появление специализированных фондовых бирж стало завершающим этапом формирования биржевой формы торговли.

В 1531 г. итальянские купцы создали подобие биржи в городе Брюгге, игравшем выдающуюся роль в международной торговле XIV—XV вв. Современники называли этот город маклером христианских народов, куда «как радиусы к центру сходились торговые пути со всех сторон». Биржа в Брюгге носила интернациональный характер и стала международной благодаря тому вниманию, которое на ней уделялось обслуживанию иностранных купцов.

Существует несколько версий происхождения термина «биржа». Этимологически он происходит от греческого слова *byrza* (сумка, кошелек), немецкого *borse* и голландского *burse*. Одна из версий приписывает появление этого термина конкретной личности. По этой версии в бельгийском городе Брюгге была особая площадь, на которой собиралось для торгов купечество. Площадь носила название «де бурсе» (*de burse*), по имени крупной маклерской конторы господина Ван де Бурсе, владевшего здесь большим домом. На доме висел герб фирмы с изображением трех кожаных кошельков (мешков), которые на местном наречии именовались «*the buerse*». Владелец конторы предоставил свой дом для сбора купцов, и, возможно, от этого и произошло название данной формы торговли.

Затем это название было перенесено в Антверпен, где биржа возникла в 1556 г., а в XVI в. оно распространилось по всей Европе, сохранившись и в наши дни. И только биржа, созданная в Лондоне, называлась иначе — Stock Exchange. Это название до сих пор распространено в англоязычных странах.

На бирже в Антверпене уже осуществлялись операции, связанные с размещением государственных займов. Совершенствование техники биржевых операций привело к появлению таких понятий, как биржевой бюллетень, официальные биржевые курсы.

В XVII в. центр биржевой торговли переместился в Нидерланды, где на товарной бирже, возникшей в 1611 г., велась и торговля денежными средствами. Так, в дошедшем до нас пер-

вом биржевом бюллетене этой биржи от 1747 г. представлены котировки 25 нидерландских займов, четырех видов английских государственных облигаций и т. д.

Акции впервые появились в обороте на Амстердамской бирже. Начало этому поистине важнейшему объекту фондовой торговли дала возникшая в то время Ост-Индская торговая компания, которая объявила о подписке на участие в прибылях компании. Окончательный расчет по этим бумагам предполагался только через 10 лет, а само участие в капитале, дававшее право на долю прибылей компании, именовалось *actie in der compagnie*. Компании было передано монопольное право торговли в Индии, а также все права, которыми обладала в Индии Нидерландская республика. Это вызвало всеобщий интерес к бумагам компании, а так как публичная подписка на акции компании уже была проведена, то весь неудовлетворенный спрос хлынул на биржу, и Амстердамская биржа стала центральным рынком акций Ост-Индской компании. Под влиянием успехов компании курс акций быстро рос в течение ряда лет, однако потом, под влиянием слухов о спорах между директорами компании, начал стремительно падать. Ограничителем в развернувшихся спекулятивных операциях по бумагам компании служили различные номинальные цены образовавшихся акций. Поэтому биржевая практика (как это было и с товарами), стремясь к созданию заменяемых объектов сделок, создала биржевую единицу в 3 тыс. гульденов, получившую на бирже наименование «акции».

На бирже в Амстердаме практиковались сделки с ценными бумагами не только за наличный расчет, но и срочные сделки, что послужило формированию спекулятивного биржевого рынка. Таким образом, можно сказать, что акции создали в Амстердаме крупную биржевую игру, по своим формам напоминающую современную биржевую спекуляцию.

В Амстердаме появилась и первая книга о бирже, которую написал Жозеф де ля Вега. В ней дана исключительная по общности и меткости характеристика биржевой публики. И эта характеристика до сих пор применима в отношении современных биржевиков. Автор отмечает, что «те, кто начал торговать акциями, будут заниматься этим делом постоянно. Где бы ни были эти люди, повсюду акции — неизменный предмет их мыслей и разговоров. Когда они едят, акции являются предметом их застольной речи; и даже во сне им грезятся акции».

Вега разделил участников торговли акциями на три группы. *Первая* — крупные капиталисты. Они не интересуются курсом ак-

ций, для них важен лишь дивиденд. *Вторая группа* состоит из купцов, приобретающих акции, чтобы продать их с прибылью, когда, по их мнению, дела компании улучшатся, т.е. повысится дивиденд.

И наконец, в *третью*, самую многочисленную *группу*, Вега выделил биржевых игроков, операции которых весьма разнообразны. Они продают акции до срока исполнения сделки, спекулируя на разнице, закладывают их или при необходимости вовсе отказываются от купленных ранее акций.

Как отмечал Вега, на Амстердамской бирже существовали даже консорциумы, объединения «повышателей» и «понижателей» курсов, распространявшие ложные известия и искусственно создававшие в зависимости от целей игры недостаток или избыток денег, фондов и товаров. Такие операции не потеряли значения и по сей день.

В конце XVII — начале XVIII в. Нидерланды на мировом рынке начинают затмевать Англия. После революции 1688 г., ликвидировавшей остатки феодальных отношений в стране, начинается оживленное грондерство (учредительство). В Англии появляются всевозможные акционерные компании, организуется английский банк, акции этих компаний выходят на биржу. В те времена лондонские брокеры заключали сделки прямо на улице или в кафе, отчего и пошло впоследствии выражение «уличный» рынок. Но широкое распространение акций требовало и нового определенного места для торговли. В тот период в Англии уже существовала Лондонская биржа, которая в XVI в. была малозаметной по сравнению в Амстердамской. В XVII в. начинается ее расцвет, что, как и в случае с Амстердамской биржей, было связано с возникновением крупной торговой компании.

В 1711 г. учреждается Южноокеанская торговая компания. Ее созданию способствовало английское правительство. Обремененное государственными долгами, оно решило использовать спрос на акции для конвертации долга. Акционерная компания должна была передать правительству мобилизованные с помощью выпуска акций средства в размере 10 млн ф. ст. В обмен компания получала исключительное право торговли с Южной Америкой и целый ряд других привилегий.

Акции торговой компании быстро росли в цене, что побуждало правление проводить все новые выпуски по повышенным ценам. В результате курс акций достиг 1050. Успех Южноокеанской компании вызвал появление ряда компаний и обществ, в большинстве своем лишенных реальной почвы и получивших наименование «мыльные пузыри».

Этот первый период формирования акционерного капитала в Англии, сопровождавшийся настоящей спекулятивной горячкой, был вызван отсутствием законодательного регулирования

выпуска акций, что позволяло любым компаниям неограниченно выпускать ценные бумаги и в итоге создавало почву для банкротства.

На эти обстоятельства обратила внимание Лондонская биржа, которая постепенно начала проводить свою реорганизацию, превращаясь в закрытое учреждение, доступное только ограниченному кругу солидных коммерсантов. В 1773 г. лондонские брокеры арендовали часть Королевской меняльни, окончательно сформировав Лондонскую фондовую биржу в качестве специализированного фондового рынка.

Во Франции формирование фондового рынка началось также в XVIII в. Будучи крупной торговой державой, Франция сосредоточила значительные денежные средства, которые требовали эффективного применения. Эта ситуация оказалась на руку не только промышленникам, но и биржевым спекулянтам, среди которых одним из самых известных был Джон Ло. Объектом спекуляции стали акции возглавляемой им Ост-Индской компании, продаваемые на одной из первых парижских бирж. Спекулятивная горячка сменилась крахом, однако значение биржи как организованного рынка, необходимого для хозяйственного механизма и государства, под сомнение никто не ставил. Поэтому уже в 1724 г. в Париже по инициативе правительства основывается официальная вексельно-фондовая биржа. При ее создании правительство закрепило принцип маклерской монополии и ввело статус «официальных» маклеров, т.е. единственных посредников, которым разрешалось ведение дел на бирже.

Для того периода этот шаг был полезным, поскольку официальные маклеры дорожили своей репутацией и представляли более надежные гарантии коммерческой и финансовой добросовестности, чем стихийные.

Спецификой первой французской биржи было отсутствие механизма гласного объявления цен и процедуры биржевой торговли. Только в 1777 г. на бирже была организована специальная площадка для торговли ценными бумагами и введено правило открытого объявления цены.

Строительство специального здания для Парижской фондовой биржи было предпринято по указу Наполеона в 1801 г. и завершено в 1826 г.

В целом организация и деятельность Парижской биржи были подчинены надзору правительства, которое этим предполагало достичь контроля над валютным и фондовым рынками страны. Постепенно Парижская биржа стала центром валютно-фондового рынка всей страны, а позднее приобрела и международное значение.

С развитием рынка в Германии, Австро-Венгрии, других европейских странах, а также в Соединенных Штатах стали возникать где-то универсальные, т.е. товарно-фондовые, а где-то специализированные биржи. Первая американская фондовая биржа возникла в 1791 г. в Филадельфии, а в 1792 г. в результате соглашения, подписанного 24 нью-йоркскими брокерами (впоследствии его назвали «соглашение под платаном»), появилась на свет биржа в Нью-Йорке. В данном соглашении брокеры обязались заключать сделки только между членами фондовой биржи и взимать фиксированный размер комиссионных.

Начало XIX в. стало периодом крупных государственных займов, что вызвало существенное оживление фондового рынка. Основными же фондовыми рынками в Европе в это время были биржи Лондона и Франкфурта.

Последовавший за этим период развития банковского сектора и строительства железных дорог дал новый импульс расширению фондового рынка. Именно в этот период на фондовый рынок в качестве участников финансового рынка стали выходить городские муниципалитеты, которые начали играть важную роль в фондовом обороте.

В развитии бирж во многих странах мира наблюдались одинаковые тенденции. Так, обычно сначала на биржах торговали не столько акциями, сколько облигациями, которые в значительных объемах выпускали правительства и железнодорожные компании, нуждавшиеся в огромных средствах для создания инфраструктуры крупного производства. И лишь в конце прошлого века наступила эра акционерной формы собственности, что привело к специализации бирж на торговле акциями, а работа с облигациями на какой-то период вновь сосредоточилась на «уличном» рынке.

К концу XIX в. во многих странах Европы существенная часть национального богатства была представлена различного рода ценными бумагами. Например, в 1885 г. стоимость обращавшихся в Великобритании фондов составила более 3,5 млрд ф. ст., или примерно треть национального богатства страны. Такой же показатель для Пруссии в конце прошлого века составлял 16—20 млрд марок, или четверть всего национального богатства.

К началу XX в. стоимость обращавшихся во всем мире фондов измерялась колоссальными суммами, а сама биржа как рынок ценных бумаг заняла исключительное место в рыночной экономике.

В нашей стране история биржевой торговли также насчитывает значительный срок. Первая биржа в России была основана по инициативе Петра I в Санкт-Петербурге в 1705 г. В России

она оказалась не слишком удачным финансовым институтом для русской торговли начала XVIII в. Незначительные объемы и примитивность организационных форм торговли, неразвитость системы кредитования тормозили развитие биржевой сети. На Санкт-Петербургской бирже обращались товарные векселя казенных мануфактур, специально основанных для обслуживания потребностей армии и флота. Реальных предпосылок для развития биржевого дела в тот период практически не было. Биржа влачила жалкое существование и была реорганизована при Николае I. Включение частного капитала в состав пайщиков оживило и ускорило процесс становления российских биржевых структур.

В России в течение почти целого столетия биржа в Санкт-Петербурге оставалась единственной официально признанной. В 1796 г. возникла вторая биржа в Одессе, а в 1816 г. — третья в Варшаве. Четвертой биржей стала Московская, образованная в 1837 г.

За пятилетие, с 1900 по 1904 г., возникло 14 новых бирж. Начиная же с 1905 г. их количество значительно увеличилось. Всего за семь лет было открыто свыше 40 бирж. А перед началом Первой мировой войны в России действовало уже более сотни бирж.

Биржи в России обладали рядом особенностей. В целом они являлись не только организованными рынками, но и органами представительства и защиты интересов торговли и промышленности. В их компетенцию входили вопросы железнодорожного и водного транспорта, хлебной торговли, таможенные, налоговые и др. Биржи были достаточно независимыми организациями. Как правило, местная правительственная власть в лице начальников губерний была устранена от влияния на биржевую деятельность.

Российские биржи были биржами универсального типа, на них торговали как физическими товарами, так и ценными бумагами. В обороте находились облигации государственных займов, частных железных дорог, займы городов, ипотечные бумаги.

Анализ истории формирования и развития фондовых бирж в различных странах позволяет сформулировать определение этого понятия. Таким образом, *фондовая биржа* представляет собой организованный рынок, на котором владельцы ценных бумаг совершают сделки купли-продажи через членов биржи, выступающих в качестве посредников.

История становления биржи убедительно доказывает, что фондовая биржа возникла как результат расширения рынка,

обусловленного ростом производительных сил. Она является емким рынком ценных бумаг, благодаря которому происходит мобилизация средств для нужд государства и предпринимательской среды, где происходит постоянное превращение ценных бумаг в денежную форму и обратно.

3.2. Фондовые биржи в современной мировой экономике

В настоящее время фондовые биржи по-прежнему занимают важное место в системе рыночных отношений. Они считаются барометром экономической и политической жизни стран, а биржевая информация относится к числу наиболее объективной и ценной. На деятельности биржи отражаются экономические внутренние и внешнеполитические процессы, субъективные экономические и политические интересы участников биржевой торговли и их клиентов.

Сейчас в мире существует около 200 фондовых бирж, при этом наибольшее число фондовых бирж в одной стране действует в Индии, где работают 19 бирж. Процесс формирования фондовых бирж, как правило, означает переход экономики страны от примитивного, или планового, состояния к рыночному.

Высокий престиж биржевой торговли в мире обусловлен рядом объективных причин, из которых прежде всего следует отметить следующие:

- некоммерческий статус биржи,
- высокую культуру и современные технологии в организации торговли,
- наличие специального набора требований к фондовым инструментам,
- эффективные механизмы гарантирования исполнения сделок,
- строгие требования к членам бирж и ассоциированным лицам,
- высокую квалификацию персонала.

Несколько десятков бирж входят в Международную федерацию фондовых бирж (МФФБ), которая находится в Париже. Эта организация ставит своей целью координацию структур рынков ценных бумаг и обеспечение равных прав для всех акционеров. Ежегодно проводятся совещания комитетов МФФБ, на которых рассматриваются вопросы законодательства и регулирования фондового рынка, развития техники торговли и тех-

нологии биржевого дела, воздействия экономической политики и международных проблем на фондовый рынок.

Большинство фондовых бирж мира, за исключением десятка крупнейших, представляют собой относительно небольшие региональные рынки, что отрицательно сказывается на их ликвидности. Пожалуй, только американский рынок не страдает от проблемы ликвидности. Так, на Нью-Йоркской фондовой бирже недавно был поставлен очередной рекорд в объеме торговли — 17 декабря 1999 г. было продано 1 349 711 акций.

Проблема ликвидности может усугубляться также высоким уровнем концентрации торговли. Например, если в США капитализация 10 крупнейших выпусков составляла в середине 80-х годов только 14,8% всего рынка акций, в Японии — 18,2%, в Великобритании — 28,1%, то в ряде европейских стран (Бельгия, Испания, Швейцария, Нидерланды, Италия) она превышала половину, а в Германии, Норвегии, Швеции и Гонконге — 40%.

В некоторых случаях акции одной компании могут составлять значительную долю оборота одной биржи. В частности, на акции «Роял Датч Шелл» и «Филипс» на бирже в Голландии приходится соответственно 43,4 и 9,4% рынка, при этом 10 крупнейших выпусков аккумулируют более 80% всей капитализации. Даже на крупнейших фондовых биржах акции одной компании могут составлять существенную часть оборота. Так, на акции компании ИБМ на Нью-Йоркской бирже приходится 3—4% оборота, а на акции «Сумитомо бэнк» на Токийской бирже — 2—3% оборота.

Проанализировав ситуацию, сложившуюся на фондовых рынках разных стран, можно выделить два типа организации биржевого фондового рынка: рынки с преобладанием одной центральной биржи и полицентрические рынки. К первому типу относятся биржевые системы США, Японии, Великобритании, Франции. На этих рынках доминирует одна биржа, расположенная в главном финансовом центре страны, а остальные представляют собой региональные рынки либо отделения центральной биржи. На таких рынках на центральную биржу приходится 80—90% всего биржевого оборота.

Полицентрические системы биржевых рынков сложились в послевоенный период в Германии, Австрии, Канаде, Швейцарии. Часто на таких рынках две биржи конкурируют между собой за первенство, как, например, это долгие годы происходило между немецкими биржами во Франкфурте-на-Майне и в Дюссельдорфе, а также между биржами Торонто и Монреаля. Однако в последние годы появилась тенденция концентрации биржевой торговли, что проявляется в объединении ряда бирж.

3.3. Организационные основы деятельности фондовой биржи

3.3.1. Разновидности организации бирж

Различный подход в разных странах к вопросу об участниках биржевого торга в процессе развития биржи привел к образованию двух ее разновидностей: открытой и закрытой биржам.

На *открытой бирже* торговля велась непосредственно самими участниками хозяйственных отношений, т. е. продавцами и покупателями фондовых ценностей, каждый из которых имел доступ на торги. Однако по мере увеличения объема операций появилась необходимость в привлечении специализированных участников-посредников, что позволяло самим продавцам и покупателям не тратить время на осуществление операций. Часто эти посредники выделялись из числа наиболее удачно действующих участников либо появлялись извне.

Например, в Германии доступ на биржу не был затруднен. В частности, на бирже в Гамбурге любой желающий мог заключить сделку. В Берлине и на многих других немецких биржах для доступа в зал был необходим биржевой билет, для получения которого следовало подать письменное заявление на имя биржевого правления и рекомендации трех поручителей, действовавших на бирже не менее двух лет.

В то же время немецкое законодательство ограничивало биржевую деятельность и участие в работе биржи определенных лиц, а именно: лиц, состоящих под опекой и лишенных гражданских прав; мошенников и банкротов, по которым вступил в силу приговор суда; некоторых других лиц, а также женщин. Однако в определенных случаях биржевой закон допускал исключения. Так, в нем предусматривалось, что по предложению биржевых органов (биржевого комитета) правительство может в исключительных случаях допускать женщин в помещение биржи.

Доступной для всех желающих была и Парижская биржа, но все-таки особое положение на ней занимали маклеры.

Несколько более строгие правила допуска к торговле были установлены на Венской бирже, где согласно уставу 1906 г., различались три категории лиц: биржевые гости, биржевые посетители и биржевые члены.

На этой бирже желавшие стать посетителями подавали письменную просьбу, указывая род занятий и местожительство, и две рекомендации от членов биржи. Посетителям выдавался бирже-

вой билет, за который уплачивались ежегодные взносы. Посетители могли стать членами биржи после посещения ее в течение года и при условии, что по поводу них не возбуждалось жалоб.

Что касается биржевых гостей, то они по рекомендации двух членов биржи могли получать разовый билет, действительный в течение одного дня.

В переходный период формирования бирж существовала открытая биржа смешанного типа, на которой действовали как сами продавцы и покупатели, так и посредники. Одна из групп посредников специализировалась на операциях для клиентов, а другая вела сделки от своего имени и за свой счет.

На *закрытой бирже* торговля велась только специализированными участниками, всем другим лицам доступ в зал для торговли был запрещен. Появление биржи закрытого типа привело к существенным изменениям в организации биржевых операций, так как потребовалось создать систему сбора и обработки заказов на осуществление операций от клиентов. В итоге крупнейшие биржи стали создавать свои периферийные службы за пределами главного здания биржи, что приблизило торговлю к клиентам.

Биржи в англоязычных странах с самого начала отличались от бирж в континентальных странах Европы значительной затрудненностью доступа на них. Особенно характерно это было для Нью-Йоркской и Лондонской бирж.

Нью-Йоркская биржа отличалась прежде всего своей полной автономностью, т.е. невмешательством государства в ее дела, а также тем, что представляла интересы крупнейших компаний в биржевой торговле. Вступление в члены биржи было поставлено в зависимость от условий, которые давали определенную гарантию платежеспособности. В члены биржи не принимались люди, не купившие себе места. Число мест, которые в начальный период формирования передавались по наследству, было ограничено и в конце XIX в. составляло 1100. Однако эти 1100 членов биржи представляли только 448 фирм. Помимо членов биржи на ней действовали около 1400 приказчиков, осуществлявших операции по поручению торгово-коммерческих домов. Управление Нью-Йоркской биржей находилось в руках комитета, который состоял из 40 членов, президента и казначея.

Для Лондонской и других английских бирж были характерны следующие особенности: принцип самоуправления; условия доступа, основанные на предоставлении поручительства и внесении крупных вступительных сумм и ежегодных взносов; разделение биржевых участников на две группы (брокеров и торговцев). Как и Нью-Йоркская, Лондонская биржа также не под-

вергалась правительственному контролю. Она являлась акционерной компанией, капитал которой был разделен на 20 тыс. акций, находившихся в руках 1489 акционеров.

Число членов Лондонской биржи было очень большим и составляло в начале XX в. 5567 человек. Существовало определенное правило, по которому члены биржи должны были владеть акциями. Во главе биржи стояло биржевое правление, выполнявшее законодательные, административные и судебные функции. Участники биржевых сделок делились на две почти равные по численности группы: брокеров и торговцев. При этом члены биржи могли быть либо брокерами, либо торговцами, но не имели право совмещать эти функции. Кроме названных двух групп лиц на биржу не имел доступа никто.

Существование бирж открытого и закрытого типа было связано не только с определенными этапами в развитии самих бирж, но и тем, какую роль играло в этом процессе государство. С этой точки зрения различают три вида бирж: публично-правовые (государственные биржи), частно-правовые (частные биржи) и смешанные.

Биржи, носящие публично-правовой характер, контролируются государством и создаются на основе Закона о биржах. Членом такой биржи может стать любой предприниматель данного района, занесенный в торговый реестр и имеющий определенный размер оборота. Лица, не являющиеся членами биржи, также допускаются к совершению сделок, но по разовым билетам. Такие биржи были распространены в Европе (Франция, Бельгия, Голландия). В Германии же государство само учреждало подобные биржи и всесторонне регулировало их деятельность. Эти биржи назывались публичными и носили открытый характер.

В Англии и Америке государство не вмешивалось в деятельность бирж, они имели вид корпорации либо частного учреждения и являлись закрытыми организациями.

Смешанные биржи также характерны для континентальной Европы. Наибольшее распространение они получили среди фондовых бирж, например, Венская фондовая биржа. Для таких бирж характерно то, что в руках государства находится часть акций биржи (если она создана в форме акционерного общества), что дает ему право направлять в органы управления представителей исполнительной власти и, таким образом, контролировать деятельность биржи.

Интересное исследование истории бирж провел русский ученый А. Филиппов, который изучал биржи начала XX в. В своих

работах он выделил четыре основных типа бирж в зависимости от сочетания двух факторов:

- степени вмешательства государства в сферу биржевого оборота и
- формы организации бирж как открытых или закрытых рынков.

Как отмечал А. Филиппов, *биржи первого типа* — это доступное для всех собрание. Такие биржи либо вообще не имели каких-то законодательных норм, регулирующих их деятельность, либо это регулирование было весьма ограниченным. Правительство брало на себя только функцию общего надзора за порядком на биржах. Любой желающий мог стать участником биржевого торга, а биржевое помещение предоставлялось правительством или какой-либо компанией. Биржи такого типа существовали в Голландии, Бельгии и Франции.

Второй тип бирж — это всесторонне регламентируемое государством собрание. Биржевая торговля здесь регулируется законодательством и находится под строгим контролем администрации. Посетители и участники биржи не организованы в корпорации, а сама биржа представляет собой открытое собрание. Члены биржевого комитета назначаются не биржей, а соответствующей государственной инстанцией. К такому типу относилось большинство германских бирж, за исключением бирж в ганзейских городах.

Третий тип бирж — биржа закрытого типа, но всесторонне регламентируемая государством. В этом случае участники биржевой торговли объединены в корпорацию, и биржевой комитет избирается из их числа. Данный комитет строго подчиняется правительственному органу. Как и во втором случае, деятельность этих бирж регламентируется законом и находится под административным контролем. Во многих случаях помимо членов биржевых корпораций на торг допускаются посторонние лица, но, как правило, по особому разрешению и с ограниченными правами. Такой тип бирж встречался в Австро-Венгрии и России.

И наконец, *четвертый тип биржи* — свободная корпорация или частное учреждение. В этом случае биржа создается без вмешательства государства и представляет собой частную компанию, которая отождествляется с биржей (так происходило в США и иногда в Великобритании), либо эта компания одной из своих целей ставит содержание и заведование биржей (Великобритания). Специального биржевого законодательства в этом случае или может не быть, или оно очень ограничено. Руководство биржей осуществляет биржевой комитет, который

наделен широкими полномочиями и избирается общим собранием членов биржи. Такой тип биржи является, естественно, закрытым.

Среди участников биржевой торговли особое положение с самого начала занимали биржевые посредники (брокеры и маклеры). В первый период существования фондовых бирж маклерская должность была официальной профессией, занятием цехового характера. Маклеры назначались городскими советниками или купеческой корпорацией и приводились к присяге на верность долгу. Только маклеры могли выпускать биржевые бюллетени, получать вознаграждение и осуществлять биржевое посредничество.

Одновременно практически везде действовало правило, по которому посредник не мог заключать сделки за свой счет. В основе данного правила лежала идея, что тот, кто является посредником между двумя лицами, не должен заниматься теми же делами, что и эти лица.

Подобное положение биржевых посредников сыграло свою положительную роль в первый период формирования биржевого фондового рынка, но уже в конце XIX в. оно утратило смысл. В переходный период формирования бирж на многих из них действовали как официальные маклеры, так и «свободные», которые не были связаны правилами профессии и часто брали меньшее вознаграждение. Постепенно на биржах стали стираться различия между двумя категориями посредников, и в итоге биржевое посредничество перестало быть привилегией отдельных лиц. При этом на многих биржах, в частности германских, в данный период был отменен институт официальных маклеров, но действовали так называемые курсовые маклеры, которые имели привилегию участвовать в официальном установлении курсов.

Биржевой доход маклеров получил название куртажа — от латинского *curgere* (бежать). Чтобы посредничать в купле-продаже, маклерам приходилось бегать от одного клиента к другому, за что они и получали вознаграждение.

Несколько по-другому складывалась система посредничества на Парижской бирже. Довольно долгое время там действовали два класса маклеров: паркет и кулисса. *Паркет* представлял собой официальных маклеров, которые собирались на бирже в отведенном для них месте, куда вход был разрешен только им. Эти посредники были фактически чиновниками на государственной службе, которым предоставлялась монополия посредничества в операциях. Торговый устав того времени запрещал совершение сделок всем, кто не являлся «паркетом». Этим же по-

средникам обеспечивались высокие доходы в силу их монопольного положения.

В конце XIX в. на Парижской бирже при ее огромных оборотах действовало только 70 маклеров.

Свободные маклеры получили название *кулисса*. Состав кулисс со временем менялся. Если сначала в нее входили только свободные маклеры, то впоследствии этой деятельностью стали заниматься многие банкирские дома, которые выступали в качестве комиссионеров для своих клиентов и заключали сделки между собой.

Таким образом, хотя Парижская биржа и была организована демократично, но ее основное ядро — биржевые посредники — составляли привилегированную группу лиц.

В дальнейшем биржевая торговля во Франции претерпела те же изменения, что и в Германии. Со временем исчезло различие между паркетом и кулиссой, а потом было отменено и правило, запрещающее маклерам самостоятельно вести биржевые операции.

3.3.2. Современный юридический статус бирж

Определяя суть биржи как организации, можно отметить, что она является самостоятельным специализированным учреждением, юридическим лицом, выражающим интересы добровольного объединения посредников и их служащих, для проведения торговых операций в специальном месте по совместно разработанным и соблюдаемым правилам.

С юридической точки зрения биржи во всех странах являются официально зарегистрированными объединениями, создаваемыми в различных правовых формах. На ранних этапах во всех странах биржи создавались как товарищества с ограниченной ответственностью, а затем как акционерные общества. Указанием на сохранение статуса акционерного общества в названии американских бирж служит сокращение «*Inc.*». Но большинство американских бирж США так же, как и европейских, зарегистрировано в качестве неприбыльных учреждений.

По отношению к общему биржевому имуществу все члены биржи выступают как совладельцы, но одновременно являются и собственниками внесенных вкладов и извлекаемых доходов. Они образуют коллектив (сообщество или ассоциацию) в западных странах, чаще всего физических, но иногда и юридических лиц, т. е. отдельных граждан и организаций, получающих торго-

вую прибыль в специфической форме — в виде комиссионных, биржевых и брокерских сборов.

Таким образом, фондовые биржи в большинстве случаев организованы как корпорации, управляемые своими членами.

В развитых государствах биржи функционируют как бесприбыльные учреждения. Причем как благотворительные и религиозные организации такие биржи имеют некоммерческий статус и зачастую пользуются существенными налоговыми льготами.

Сама биржа не осуществляет торговых операций от своего имени, за исключением тех, которые необходимы для поддержания ее функционирования. В США отдельные биржи, в особенности крупнейшие, для поднятия своего престижа иногда указывают в годовых отчетах чисто символическую прибыль, например 500—1000 долл. при оборотах в миллиарды. Биржам разрешается также продавать и покупать на фондовых биржах ценные бумаги других бирж.

Конечно, современный некоммерческий статус ведущих бирж не является чем-то извечно данным. В эпоху становления биржевой торговли их коммерческий характер не вызывал сомнения. Однако в дальнейшем произошло изменение в понимании функции биржи ее членами.

Деятельность биржи как коммерческой организации предполагает, что ее участники являются инвесторами и ожидают доходов на вложенный капитал. Возможным способом увеличения доходов инвесторов в таком случае становится удорожание биржевой торговли для ее клиентов путем увеличения различного рода платежей, сборов и т. д. Однако на определенном этапе это начинает тормозить увеличение операций на бирже и тем самым ограничивает возможности получения прибыли членами биржи от их торговой деятельности, т. е. в виде комиссионных с клиентов. В итоге члены биржи пришли к пониманию того, что более рационально существование биржи как бесприбыльного предприятия, основной целью которого является обеспечение торговой деятельности его членом, а прибыль от членства обеспечивается активной работой с клиентами.

Хотя прибыль не является целью бирж, но предоставление возможностей своим членам получать прибыль за счет торговли либо исполнения приказов клиентов является главной целью фондовой биржи. Именно в связи с тем, что членство на бирже дает возможность получения прибыли, индивидуальные лица и организации соглашаются платить за привилегию быть членом фондовой биржи.

Собственность биржи как юридического лица складывается из:

- вступительных взносов новых членом;

- ежегодных взносов биржевых фирм на покрытие текущих расходов и создание резервов;
- платы за сделки, взимаемые с биржевых фирм;
- платы компаний за включение их акций в биржевой список;
- ежегодных взносов компаний, идущих на поддержание их листинга в хорошем состоянии, а также платы за изменения в листинге;
- полученных доходов в виде ежегодных взносов членом-участников, платы за предоставляемые услуги, штрафов за нарушения, платежей посетителей;
- иного имущества в денежной и натуральной форме, приобретенного за свой счет.

Как правило, указанный в уставе капитал бирж делится на определенное количество биржевых сертификатов, и каждый член биржи должен владеть по крайней мере одним из них.

3.3.3. Членство на бирже

Получить возможность совершения сделок по купле-продаже ценных бумаг на бирже можно только став ее членом. Привлекательность членства для участников рынка ценных бумаг объясняется не прибыльным вложением их капитала, а возможностью получения привилегий в торговле, доступом к информации.

На биржах США и Великобритании предпочтение в членстве отдается физическим лицам. На японских биржах членами могут быть только юридические лица. На биржах других стран разрешается как членство физических лиц, так и юридических (например, в Германии и Италии). На каждой бирже число членом устанавливается советом директоров и периодически пересматривается. Например, на Нью-Йоркской фондовой бирже уже в течение нескольких десятилетий число мест составляет 1366. Если все места распределены, то новым членом биржи можно стать только купив место у другого члена.

Юридические лица — члены биржи — представлены в основном либо универсальными коммерческими банками, либо специализированными биржевыми фирмами (брокерскими или инвестиционно-банковскими). Конкретная ситуация зависит от законодательства страны. В частности, там, где коммерческим банкам запрещено участвовать в биржевых операциях, их место занимают инвестиционно-банковские фирмы.

Стоимость членства напрямую зависит от положения биржи, ее роли в международной торговле и спроса на биржевые места, а также от прибыльности биржевых фирм. Так, на ведущей фондовой бирже мира — Нью-Йоркской — в 1999 г. стоимость мест составила 2,65 и 2,6 млн долл. (в последнем случае членство не включало право на сделки с опционами).

При определении количества своих членов бирже необходимо найти баланс между ликвидностью и «растворением». Если число членов будет небольшим, то персонал не сможет обслуживать большой объем операций. Но если членов биржи будет слишком много, то возможности торговли будут распределены на большое количество людей и ценность индивидуального членства снизится.

Каждое обращение по поводу получения членства рассматривается по определенной процедуре, основные моменты которой отражены в биржевом законодательстве, и в правилах биржи. Эта процедура призвана установить профессиональную, финансовую и моральную пригодность дилера к биржевой работе.

Вот как гласит соответствующая норма законодательного регулирования бирж в США: «Биржи тщательно проверяют каждого кандидата, готовящегося вступить в ее члены, обращая особое внимание на кредитоспособность, платежеспособность, характер и честность».

На многих биржах требования к членам предельно конкретизированы. Так, руководство биржи может потребовать от кандидата, чтобы не менее 40% директоров и партнеров вступающей фирмы активно участвовали в инвестиционном бизнесе, а лица, не имеющие к нему отношения, владели не более 10% акций фирмы.

Окончательно вопрос о приеме нового члена решает совет директоров либо общее собрание путем голосования.

Став членом биржи, брокерская фирма должна приобрести место на ней. Этот термин сохранился с тех времен, когда брокеры торговали ценными бумагами, сидя за столом. Сейчас приобретение места означает получение права на торговлю и совершение операций с любыми ценными бумагами, внесенными в биржевой список, а также право на наличие своих трейдеров в торговом зале.

Крупные фирмы, как правило, имеют в зале целые команды торговцев под началом старшего трейдера, поэтому число членов биржи не совпадает с числом мест. Фирма, имеющая место на бирже, называется иногда биржевой фирмой.

Место является активом фирмы, которым она может пользоваться на определенных условиях, установленных в регламенте биржи.

Хотя не все брокеры являются членами биржи, но каждый из них может получить временное целевое разрешение на работу в торговом зале, взяв обязательство соблюдать правила биржевой торговли. По правилу, действующему во многих странах, член одной признанной биржи страны автоматически получает временное разрешение (нечленский статус) от любой другой биржи этой страны. Но биржи сохраняют за собой право аннулировать такое разрешение.

Члены биржи, имеющие право совершать на ней торговые операции, подразделяются на несколько категорий в зависимости от полноты их прав и полномочий. Эти особые категории членства имеют специальные наименования, которые различаются в разных странах. Как общие для многих бирж можно выделить следующие категории:

- члены биржи с полным статусом (полные члены),
- ассоциированные члены,
- члены-корреспонденты.

В качестве примера приведем категории членства, существующие на Лондонской фондовой бирже (ЛФБ). К первой категории относятся члены биржи, которые могут выступать как в качестве дилеров, так и брокеров, а также дилеров и брокеров одновременно. Член биржи, выступающий в роли дилера, может также зарегистрироваться и в качестве организатора рынка — маркет-мейкера. Это положение накладывает определенные обязательства, поэтому такие функции берут на себя только крупные фирмы. Маркет-мейкеры обязаны продавать и покупать ценные бумаги в период котировок, делать предложения как на покупку, так и на продажу, и тем самым способствовать формированию курса ценных бумаг.

Вторую категорию членов ЛФБ составляют междилерские фирмы, т. е. фирмы, которые оказывают посреднические услуги маркет-мейкерам, когда последние хотят остаться анонимными для рынка при совершении сделок.

Третья категория членов ЛФБ — денежные брокеры. Эта категория членов биржи предоставляет займы денежные средства и ценные бумаги для организаторов рынка.

Членство на бирже дает определенные права и связано с выполнением ряда обязательств. Наиболее важными привилегиями являются допуск в торговый зал и уменьшение платы за сделки.

На фондовой бирже только члены имеют право заключать сделки в торговом зале. Не члены биржи должны отдавать свои приказы через членов. Однако торговые привилегии не даются автоматически всем членам биржи. Каждая биржа требует, чтобы член сначала продемонстрировал знание процедур торговли и способность заключать сделки в торговом зале, а уж только затем он может получить допуск на ринг. Это правило связано с интересами биржи обеспечить хотя бы минимальный уровень компетенции торговцев в зале. Соблюдение этих требований уменьшает вероятность ошибок в нервной обстановке торгового зала. Кандидаты на торговый значок должны удовлетворять более строгим финансовым требованиям, чем те, которые приобретают другие виды членства. Для этого есть две причины. *Во-первых*, торговцы в зале несут ответственность за ошибки, которые они делают во время исполнения приказа. *Во-вторых*, они обычно ведут более активные операции, чем другие члены, так как сами присутствуют в торговом зале.

Важное преимущество — возможность участвовать в управлении биржей, формулировать или изменять правила ее функционирования, получать определенную рыночную информацию раньше тех, кто не является членом биржи и т. п. В прессе неоднократно публиковалась информация о том, что члены биржи принимали решения, отвечавшие только их интересам, нанося этим ущерб другим участникам торговли.

В обязанности членов бирж входит уплата взносов. Ежегодный взнос на биржах США колеблется от нескольких сотен до тысяч долларов. Эти суммы, а также средства, аккумулируемые от первичной продажи мест, вместе с биржевыми сборами обеспечивают биржам доход, который идет на ее текущее содержание.

Особенностью многих стран является ограничение на членство для определенных видов участников рынка, прежде всего для коммерческих банков. Подавляющее число бирж, начиная с Нью-Йоркской фондовой биржи, отказывает коммерческим банкам в членстве. Существуют биржи, которые закрыты даже для банковских служащих, не говоря уже о банках в целом (Гонконг). Основанием для такого отношения к банкам служит опасность экономического всевластия ограниченного числа коммерческих банков.

Исключением являются некоторые европейские страны, в частности Германия, Швейцария, Венгрия, Голландия. И как результат этого можно отметить, что независимый брокерский бизнес практически исчез в Германии и Швейцарии.

3.3.4. Руководящие органы биржи

Как отмечалось выше, большинство фьючерсных бирж представляют собой корпорации, управляемые своими членами. Кроме членом руководство биржей осуществляется администрацией (оплачиваемый персонал). Органы управления биржи включают три основных уровня.

Высшим органом является *общее собрание* участников — членом биржи, являющееся в определенной степени законодательным органом.

Исполнительные функции выполняет *совет директоров* (управляющих) (Board of Governors), обладающий правом контролировать деятельность остальных служб и разрабатывать главные направления деятельности биржи, устанавливать и корректировать правила биржевой торговли. Совет директоров избирается членами фондовой биржи и состоит как из членом данной биржи, так и в большинстве случаев из нескольких внешних директоров и специальных экспертов. Например, совет директоров Нью-Йоркской фондовой биржи состоит из 25 человек во главе с председателем, включая 12 представителей от обществу и 12 представителей фондового рынка.

Политика биржи проводится в жизнь *комитетами*, которые состоят из членом биржи, назначаемых советом директоров. Члены комитетов работают без оплаты. Они дают рекомендации и помогают совету директоров, а также выполняют конкретные обязанности по функционированию бирж.

Текущее управление биржей осуществляет *исполнительный комитет*, возглавляемый президентом, который назначается с одобрения совета директоров.

Большое значение для нормального функционирования биржи имеет деятельность комитетов. Комитеты по-разному называются на разных биржах, однако основными, которые встречаются практически на каждой бирже, являются комитет по приему новых членом, арбитражный комитет, комитет по деловой этике, наблюдательный комитет, комитет по листингу, аудиторский комитет, комитет по торговому залу.

Комитет по листингу разрабатывает требования к ценным бумагам, включаемым в список тех бумаг, которыми торгуют на данной бирже, и рассматривает заявки на включение в этот список акций.

Комитет по торговому залу определяет режим торговли, улаживает возникающие в зале споры, следит за соблюдением инструкций по поведению в торговом зале.

3.4. Механизм биржевых сделок

3.4.1. Посредники на рынке ценных бумаг и их отношения с клиентами

Фондовые биржи выполняют ряд функций:

- обеспечивают условия для совершения сделок купли-продажи ценных бумаг,

- проводят оценку качества ценных бумаг на соответствие требованиям биржи,

- обеспечивают информацией участников биржевых операций.

В современных условиях любое инвестиционное решение базируется на анализе максимально возможного объема информации об эмитенте ценных бумаг. Очень часто инвесторы не в состоянии получить и самостоятельно обработать весь массив информации об акционерных обществах и рыночной ситуации. В таких условиях фондовая биржа неминуемо превращается в информационный и аналитический центр. В рамках этой деятельности биржа устанавливает стандарты представления информации для компаний, чьи акции котируются на бирже; подготавливает биржевые бюллетени и другие информационные материалы; обеспечивает поступление информации в торговый зал в период сессий.

Но все же основной функцией биржи является обеспечение механизма торговли ценными бумагами. Для совершения операций по покупке и продаже ценных бумаг участники обращаются к профессионалам этого рынка. Такими профессионалами являются брокеры (физические лица или компании, посредничающие, но не участвующие в заключении сделок), дилеры (участвующие в сделках своим капиталом), а также специалисты (джобберы). Независимо от того, совершается ли сделка на «уличном» рынке или на фондовой бирже, без услуг этих специалистов не обойтись.

Если говорить конкретно о совершении сделок на фондовой бирже, следует отметить, что брокерская фирма того или иного клиента не обязательно должна быть членом биржи. Конечно, членство дает брокеру определенные преимущества, но даже не

являясь членом биржи, брокер выполняет приказы клиентов, прибегая к содействию ее членов.

Операции начинаются с того, что клиент открывает счет в выбранной брокерской фирме с соблюдением определенных процедур. Основным документом во взаимоотношениях брокера и клиента является договор, в котором зафиксированы права и обязанности сторон и все виды услуг, которые клиент может получать от брокерской фирмы. Так, на рынке США потенциальный клиент может обратиться в брокерскую фирму с полным комплексом услуг либо в дисконтную брокерскую фирму. В первом случае он будет иметь возможность получать аналитические отчеты и советы фирмы, во втором — брокерская фирма только примет его приказы к исполнению. Естественно, плата за услуги брокерской фирме в первом случае будет существенно выше оплаты услуг дисконтной фирмы. Крупные клиенты фондового рынка обычно имеют счета в обоих типах брокерских компаний, используя каждую для определенного вида операций.

Отношения клиента и брокера базируются на определенных принципах. Прежде всего подчеркивается, что брокер действует в интересах клиента, в пределах определенной клиентом суммы, но сохраняя за собой право выбора ценных бумаг в соответствии с полученными приказами. Обязанностью брокера является извещение клиента о выполнении поручений и перечисление средств, полученных от продажи ценных бумаг клиента за вычетом комиссионных. Все сделки учитываются брокером в особой книге, из которой клиент может получить выписку. А клиент в любой момент может дать брокеру приказ прекратить все порученные ему сделки.

Принимая поручения от клиентов, брокерская фирма требует определенные финансовые гарантии. В качестве гарантий могут выступать вексель на всю сумму сделки; залог в определенном размере от суммы сделки, внесенный на счет брокера; текущий счет, открытый для брокера; страховой полис, предоставленный брокеру, и т. п. В некоторых случаях брокерская фирма соглашается взять на себя весь риск, связанный с совершаемыми при ее участии сделками. В этом случае ее доход включает не только комиссионные и процент за кредит, но и плату за риск.

На некоторых рынках клиенты могут открывать различные виды счетов. Так, на американском рынке клиент брокерской фирмы может открыть как наличный счет, так и маржевый.

Наличный счет предполагает обязательство клиента оплатить полную стоимость приобретенных для него ценных бумаг в течение трех дней с даты сделки. Если оплата вовремя не совершена, брокерская фирма может аннулировать сделку. Если клиент внес частичный платеж, а сумма сделки составляет более 500 долл., то в конце трехдневного периода неоплаченная часть будет продана. Если же сумма сделки составляет менее 500 долл., то брокер может продлить срок оплаты, либо клиент может обратиться с просьбой о продлении срока оплаты в Национальную ассоциацию дилеров ценных бумаг или в Федеральный резервный банк. Как только брокерская фирма решает предпринять определенные действия в отношении неоплаченной части сделки, счет клиента «замораживается» на 90 дней.

Маржевый счет представляет собой счет, по которому для покупки ценных бумаг возможно использование кредита. Подобный счет используется для совершения сделок особого рода, суть которых раскрывается в следующей главе (гл. 4). Все ценные бумаги, купленные с использованием маржевого счета, должны быть зарегистрированы на «уличное имя», т. е. на брокерскую фирму, что позволяет последней использовать их в случае необходимости. Владелец данного счета для оплаты своих сделок может предоставлять как наличные денежные средства, так и ценные бумаги, которыми он владеет.

Дилеры рынка ценных бумаг отличаются от брокеров тем, что вкладывают в сделку свой капитал и несут риски. Дилерскую деятельность можно наблюдать и на биржевом, и на внебиржевом рынке. Поведение дилера отличается от поведения брокера тем, что первый «делает рынок».

Джобберы выполняют функцию консультантов по рынку ценных бумаг, специализируясь на тех или иных видах активов. К услугам джобберов прибегают брокеры и дилеры, желающие оценить варианты проведения крупных операций. Услуги джобберов относятся к числу наиболее высокооплачиваемых.

Рассматривая далее механизм совершения сделок с ценными бумагами, предположим, что операции совершаются на биржевом рынке, а брокерские компании являются членами соответствующих бирж.

3.4.2. Организация биржевой торговли

Биржевые торги организуются как в форме публичных торгов, так и в электронной форме. Последние возникли благодаря

развитию вычислительной техники и разработке автоматизированных систем купли-продажи ценных бумаг. Но классическая биржа еще доминирует, и самый яркий ее пример — Нью-Йоркская фондовая биржа.

Биржевая сессия — это установленный законом или распорядком работы биржи период проведения торгов. Часто биржи практикуют утреннюю и вечернюю сессию.

Один из основополагающих принципов работы биржи — обеспечение ликвидности рынка. Ликвидный рынок характеризуется большим объемом сделок, узким разрывом между ценой продавца и ценой покупателя и небольшими колебаниями цен от сделки к сделке. Отклонения от этих норм чреваты развитием криминогенной ситуации, появлением панических настроений среди инвесторов. Биржа делает все от нее зависящее, чтобы поддерживать ликвидность.

Работа фондовой биржи во всех странах строится на некоторых общих принципах, соблюдение которых является гарантией успешной биржевой торговли:

- личное доверие между брокером и клиентом,
- гласность (публикация сведений о всех сделках и данных, требующихся для проведения листинга),
- жесткое регулирование деятельности фирм — членов биржи с возможностью применения административных и финансовых санкций.

Каждый шаг брокерской фирмы определен правилами, выработываемыми администрацией биржи, ее комитетами, с целью обеспечения ликвидности и прозрачности рынка.

3.4.3. Участники биржевых операций

Биржевым фирмам разрешено иметь несколько представителей в торговом зале, но не больше определенного максимума. Например, Ванкуверская биржа разрешает иметь пять человек на одно место, Торонтская — до шести. Этих людей называют торговыми представителями, трейдерами. Они должны либо быть партнерами, либо директорами биржевой фирмы, либо ее постоянными сотрудниками и отвечать требованиям, предъявляемым биржей к возрасту трейдера, его опыту, формальному образованию и знаниям торговых правил.

Если биржевая фирма имеет несколько работников в торговом зале, один из них назначается старшим трейдером. Последний обычно бывает еще и зарегистрированным трейдером или

специалистом. Это означает, что за ним закреплены некоторые выпуски акций. Главное отличие специалистов от рядовых торговцев состоит в том, что они имеют право торговать за счет своей фирмы и получать долю прибыли от таких сделок. Но фирма, имеющая специалиста, обязана поддерживать свои ликвидные резервы на более высоком уровне.

Деятельность специалистов в торговом зале ограничена, но правила не исключают совершения сделок за собственный счет, т. е. они могут выступать в роли дилера (принципала) с целью поддержания ликвидности и упорядоченности торговли. Заказы на такие сделки должны вводиться как обычные заказы от публики.

Каждый специалист имеет определенные обязанности в отношении списочных акций. Если ощущается нехватка предложений или заявок на покупку акций со стороны публики, он должен эту нехватку компенсировать, делая собственные предложения или заявки с учетом спреда, установленного для биржи. Кроме того, специалист обязан исполнять заказы публики на нефасованную куплю-продажу его акций, даже если это не принесет прибыли. При этом он должен руководствоваться списком максимально допустимых премий и дисконтов с фасованных акций.

В биржевой торговле торговой мерой (лотом или фасовкой) называют принятое на данной бирже количество акций, которыми ведется торговля. На Нью-Йоркской бирже лот составляет 100 акций, а 99 акций будут нефасованной сделкой. Продать или купить нефасованные акции сложнее, поэтому практикуются скидки (или премии). В Японии фасовка составляет 1000 акций, в Канаде и Австралии она меняется с ценой выпуска, а в Великобритании вообще отсутствует.

Все участники биржевых сделок являются либо брокерами, либо дилерами.

Дилер совершает биржевые сделки от своего имени и за свой счет. Доход его составляет разница между ценой покупки и ценой продажи ценных бумаг.

Биржевой брокер совершает сделки на бирже от имени клиента или от своего имени, но за счет клиента. Он получает вознаграждение за свои услуги в форме комиссионных по совершенным сделкам.

Деятельность финансового брокера является исключительной, т. е. не может совмещаться с какой-либо другой.

3.4.4. Порядок заключения сделок на бирже

Центром фондовой торговли является торговый зал биржи. Он оборудован специальными средствами для ведения торговли, средствами связи и информации. Так, на крупнейшей бирже мира в Нью-Йорке имеется несколько полностью оборудованных залов для торговли, соединенных между собой. В главном зале торгуют большей частью ценных бумаг, операции проводятся в специальных местах зала, которые называются факториями. В основном сделки заключаются лотами по 100 акций, но в зале есть специальное место и для торговли лотами меньшего размера (10 акций).

Каждый зал Нью-Йоркской биржи оборудован средствами связи, расположенными по периметру торговых помещений. Это прежде всего телефоны, по которым приходят заказы от клиентов.

Биржевая торговля ведется сессиями. В качестве примера приведем расписание Монреальской фондовой биржи:

Акции и их опционы	9.30 — 16.00
Сертификаты драгметаллов	9.30 — 16.00
Опционы на облигации	9.30 — 16.00
Валютные опционы:	
канадские доллары	8.30 — 14.30
другие валюты	7.30 — 14.15
Фьючерсы	10.00 — 14.05

В зависимости от возможностей той или иной биржи торговля разными видами ценных бумаг может происходить либо в разное время, либо в одно время, но в разных залах (в особом месте зала).

Рынок начинается с объявления котировок специальным служащим биржи (чекером). Причем в момент открытия рынка это не обязательно будут те же самые котировки, которые были в момент его закрытия в предыдущий день. Для определения котировок открытия биржи трейдеры до ее открытия вводят заказы в систему торговли и определяют наивысшую цену покупателя и наименьшую цену продавца для каждого активного выпуска. Далее специалист открывает рынок по цене, за которую пойдет наибольшее количество акций.

Цены в ходе биржевой торговли формируются несколькими способами в зависимости от практики, используемой разными биржами. В целом можно наблюдать три способа формирования цен:

- групповой (залповый) аукцион,
- непрерывная торговля,
- непрерывно-дилерская торговля.

Залповый способ ценообразования означает, что заказы клиентов накапливаются, а потом несколько раз в день (один или два) они выбрасываются в торговый зал и расторгиваются под контролем брокеров или сотрудников биржи. Заказы могут вводиться устно или письменно. При устном вводе уполномоченный биржи ведет аукцион по каждому выпуску, отталкиваясь от цены последней сделки вчерашнего дня. По мере поступления предложений и заявок он увеличивает или уменьшает цену, пока не наступает наименьший дисбаланс или баланс спроса и предложения. При письменном вводе заказов исходная цена устанавливается официальным брокером, который собирает и сличает предложения и заявки с целью выбора цены, максимизирующей оборот. При этом при устном вводе трейдер может изменить свой первоначальный заказ, при письменном он такой возможности лишен.

При непрерывном сличении предложений и заявок сделки совершаются в любое время сессии, и брокеры выступают агентами клиентов. Этот способ имеет три разновидности:

- книга заказов,
- табло,
- толпа.

Способ книги заказов практикуется на бирже в Токио, где трейдеры торгуют 250 активными выпусками. Трейдеры устно передают заказы клерку, а тот заносит их в книгу и выполняет, сличая предложения и заявки по мере их поступления.

Табло применяется на бирже в Гонконге. На нем указывается наилучшая пара цен на каждый выпуск, а затем брокеры сами вводят цены на табло, если они лучше первоначально указанных. При этом вводимая цена должны быть твердой для одного лота, размер которого меняется с ценой выпуска.

На Цюрихской бирже практикуется толпа, т. е. трейдеры собираются вокруг клерка, который только объявляет поступающую в торговлю выпуск, а трейдеры сами ведут торговлю.

Третий способ формирования цен — непрерывно-дилерское сличение — практикуется на Лондонской фондовой бирже, где он называется системой единоначалия. От непрерывной торговли он отличается тем, что между брокерами и клиентами есть посредник — джоббер, который и называет рынок. Джобберы непрерывно «делают» рынок по многим выпускам, а брокеры

лишь представляют своих клиентов, так как им до 1986 г. запрещалось быть принципалами. Первоначально джобберов в Лондоне было очень много и конкуренция иногда становилась очень интенсивной, но сейчас их осталось мало. После модификации системы единоначалия в 1986 г. брокеры получили возможность быть принципалами.

Некоторые непрерывные рынки устанавливают исходную цену залповым способом письменно или устно, другие используют сличение через табло — по крупным выпускам и компьютеризованную книгу заказов — по остальным.

На фондовых биржах действуют также определенные правила в отношении разницы цен продавцов и покупателей (ценового спреда). Обычно предусматривается механизм, при котором этот спред не превышает определенной разумной (с точки зрения биржи) меры. Если по окончании сессии цены продавцов и покупателей слишком расходятся, то комитет по торговому залу может не разрешить учет обеих цен или одной из них. Этот комитет вправе также в любое время запретить учет всякой неразумной котировки. В течение сессии он может аннулировать любую сделку, которая представляется неразумной, и такая сделка исключается из учета и не имеет никакого официального статуса.

Сделки, заключенные на бирже в течение дня, должны быть зарегистрированы в тот же день либо в течение следующих суток. Регистрация производится на основании брокерской записки, поданной брокерам продавца и акцептованной брокером покупателя.

3.4.5. Обслуживание счетов клиента и исполнение приказов

После открытия счета в обязанности брокера входит:

- 1) принимать и передавать в операционный зал все инструкции клиента (приказы);
- 2) вести расчеты по сделкам, заключенным клиентом;
- 3) информировать клиента о всех сделках и операциях на его счете.

При возникновении желательной для клиента ситуации на рынке он сообщает своему брокеру о желании продать либо купить ценные бумаги. Получив заявку клиента, брокерская фирма заполняет специальный бланк-приказ.

Приказ представляет собой инструкции клиента брокерской фирме купить или продать ценные бумаги определенным образом. Обычно приказ содержит информацию о размере сделки, ее цене и продолжительности действия приказа. Работа исполнителя счетов заключается в том, чтобы записать приказ, дать ему должную идентификацию и быстро передать его в операционный зал.

Покупатели и продавцы размещают свои приказы в брокерских фирмах, которые, в свою очередь, передают приказы клиентов биржевым брокерам, работающим в операционном зале. Последние и заключают сделки. Брокерской фирме не обязательно быть членом биржи, она может разместить заказы своих клиентов, а также собственные заказы в другой брокерской фирме, которая является членом биржи.

Все приказы должны исполняться принятым на каждой бирже методом во время, установленное для торговли.

Современный участник фондового рынка имеет возможность дать своему брокеру разнообразные поручения по заключению сделок. Торговые поручения подаются накануне биржевого торга либо в процессе его.

Для фиксации различных намерений клиента в отношении совершаемой операции в биржевой практике сложились различные виды приказов и распоряжений. Каждый приказ или распоряжение имеет свое название.

В целом под приказом подразумевается ряд инструкций, которые клиент отдает брокеру и в которых содержатся требования предпринять определенные действия на рынке от имени клиента.

Приказ обычно содержит следующую информацию:

- 1) наименование актива;
- 2) количество лотов или ценных бумаг, которые надо купить/продать;
- 3) вид сделки;
- 4) биржу, на которой котируется актив;
- 5) цену, по которой должна быть заключена сделка;
- 6) имя клиента и номер его счета;
- 7) дату приказа;
- 8) период, в течение которого приказ остается в силе.

Среди основных типов приказов для осуществления операций можно назвать следующие:

1. ***Рыночный приказ, или приказ по рынку.*** В этом случае клиент указывает количество необходимых ему бумаг и вид сделки. Цена не оговаривается, предполагается, что сделка должна быть совершена, как только приказ достигнет торгового зала и по наиболее

благоприятной текущей цене. Клиент в данном случае заинтересован не столько в цене, сколько в скорости исполнения. Он хочет немедленно заключить сделку. Преимуществом рыночного приказа является гарантия его исполнения, поскольку торговец в операционном зале обязан исполнить рыночный приказ немедленно. Недостаток заключается в том, что цена сделки может быть не очень благоприятной, особенно на неликвидных рынках. Рыночное поручение действительно только в течение того дня, когда оно выдано. Если брокер по каким-либо причинам не смог заключить сделку до конца дня, действие поручения автоматически прекращается. На основе рыночных приказов на зарубежных биржах заключается более половины всех сделок.

2. *Приказ с ограничением цены, или лимитный приказ.* Лимитный приказ используется, когда клиент хочет купить (продать) ценные бумаги по установленной в приказе цене — ниже (выше) текущей рыночной. Приказ предписывает брокеру исполнить сделку только по определенной цене или по цене, более благоприятной для клиента (купить не выше чем..., продать не ниже чем...). Таким образом, лимитный приказ на покупку исполняется по указанной или более низкой цене, а лимитный приказ на продажу — по указанной или более высокой цене.

Основное преимущество лимитного приказа заключается в том, что клиент определяет максимально благоприятную для себя цену. Поэтому ему не надо постоянно контактировать с брокером для получения информации о результате сделки. Однако в противоположность приказу по рынку у клиента нет уверенности, что его приказ будет исполнен, так как для этого на рынке должна установиться цена, указанная им в приказе. Если в момент получения приказа указанных в нем котировок на рынке нет, приказ заносится в книгу специалиста после всех остальных приказов. Когда указанный курс установится, этот приказ будет принят к исполнению, однако только после тех приказов, которые были впереди в книге специалиста.

Лимитный приказ никогда не становится рыночным приказом, он либо исполняется, либо нет.

3. *Приказ «рыночный, если рынок достигнет цены приказа».* Это приказ на исполнение сделки по наилучшей цене, когда рынок достигнет цены, указанной клиентом. Приказ на покупку в данном случае содержит цену ниже текущей биржевой котировки. Этот приказ на покупку становится рыночным приказом на покупку, когда цена актива устанавливается на уровне или ниже цены приказа. Такой приказ на продажу содержит цену

выше текущей биржевой котировки и становится рыночным приказом на продажу, когда цена устанавливается равной или выше цены приказа. Приказ исполняется немедленно или до последующей котировке.

Приказ с указанием цены исполнения используется торговцами, которые хотят быть уверенными в его исполнении, когда рыночная цена достигнет уровня, указанного ими в приказе.

Приказ «рыночный, если рынок достигнет цены» похож и на лимитный и на рыночный. Подобно лимитному приказу он не исполняется, пока указанный уровень цен не установится, и если на рынке не установится указанный уровень цены, то он не будет исполнен. Но в отличие от лимитного приказа, приказ «рыночный, если рынок достигнет цены», становится рыночным после установления указанной цены и должен быть исполнен, но не обязательно по указанной цене.

4. *Стоп-приказ*. Стоп-приказ называют иногда приказом с ограничением убытков или просто «стоп». На фондовом рынке этот приказ бывает двух видов. *Во-первых*, это приказ, который исполняется, если курс акций падает ниже определенной клиентом цены (стоп-цены). Целью в этом случае является сокращение ущерба, который может понести клиент, либо защита части возможной прибыли. *Во-вторых*, это приказ, который отдает лицо, совершившее короткую продажу, с целью снижения ущерба, если цена акций начнет расти.

Иными словами, это приказ на покупку или продажу по рыночной цене, когда рынок достигнет указанной цены. В противоположность лимитированным приказам стоп-приказ на покупку содержит цену выше текущей биржевой котировки, а стоп-приказ на продажу — ниже текущей биржевой котировки.

Стоп-приказ на покупку, данный при текущих ценах ниже цены, указанной в приказе, становится рыночным приказом, когда рынок опускается до этой цены. Стоп-приказ на продажу, данный при текущих ценах выше цены, указанной в приказе, становится рыночным приказом, когда цены устанавливаются на уровне цены приказа.

Стоп-приказ в корне отличается от приказа «рыночный, если рынок достигнет цены» в отношении текущих рыночных цен. Стоп-приказ на покупку выполняется выше текущей рыночной цены, стоп-приказы на продажу — ниже текущей цены. В приказе «рыночный, если рынок достигнет цены» — наоборот.

Однако исполнение простого стоп-приказа возможно и не по указанной в приказе цене. Он может быть исполнен по любой последующей цене после достижения равенства рыночной

цены и цены, указанной в приказе. Как и с приказом «рыночный, если рынок достигнет цены», клиенту не гарантируется указанная цена. В зависимости от поведения рынка цена может быть и выше, и ниже стоп-цены. Гарантировано клиенту только то, что после достижения указанного уровня приказ будет выполнен по наилучшей цене.

Стоп-приказы часто применяются специалистами, использующими технические анализ для открытия новых позиций, когда, по их мнению, биржевые котировки вступают в стадию ценовых уровней поддержки и сопротивления.

5. *Стоп-лимитный приказ.* В этом приказе могут быть указаны две цены: стоп-цена, т. е. уровень, при котором приказ приводится в действие, и лимитная цена, устанавливающая, в каком диапазоне приказ может быть выполнен. Данный приказ объединяет черты и стоп-приказа, и лимитного приказа. Брокеру запрещено покупать выше или продавать ниже лимитной цены, как только стоп-цена будет достигнута.

Стоп-лимитный приказ удобен клиентам, которые хотят автоматического ввода в действие стоп-приказа, при сохранении ограничений лимитного приказа. Клиент, ожидающий быстрого и резкого изменения рынка, хочет действовать, пока цены кажутся благоприятными. Но он не будет выходить на рынок при любой цене. Этот приказ также не гарантирует выполнения, но клиент может быть уверен, что при исполнении цена будет не хуже, чем лимитный уровень.

Опасность такого приказа заключается в том, что, если цена выходит за лимит, он не может быть выполнен. Тогда приказ аннулируется, а клиент оказывается незащищенным от дальнейшего движения цен.

Стоп-лимитный приказ на покупку становится лимитным приказом на покупку, когда цены сделок или предложений совпадают или выше стоп-цены. Он исполняется по лимитной цене или ниже. Стоп-лимитный приказ на продажу становится лимитным приказом на продажу, когда сделки заключаются или предлагаются по стоп-цене и ниже. Он выполняется по лимитной цене или выше.

Лимит, указанный в этом виде приказа, может не совпадать со стоп-ценой. Он может быть ниже в случае стоп-лимитного приказа на продажу или выше при стоп-лимитном приказе на покупку. Однако если указан один уровень цены и в качестве стоп-цены, и лимитной, то такой приказ называется «стоп-и-лимитный».

В большинстве случаев этот вид приказа применяется для ограничения убытков.

6. *Дискретный приказ*. Дискретный приказ дает брокеру определенную степень свободы действия. Например, брокеру может быть позволено купить ценные бумаги по курсу выше или ниже цены, указанной в приказе, но в диапазоне, определенном клиентом.

7. *Приказ «брокеру действовать по своему усмотрению» («или лучше»)*. По сравнению с дискретным приказом приказ «или лучше» дает брокеру еще большую свободу действий. В приказе указывается желаемый уровень курса, однако брокер может повременить с исполнением приказа, если считает, что может заключить сделку по лучшей цене. Если брокер решит ждать, но не сможет исполнить приказ вообще, его нельзя в этом обвинить. В данном случае исполнение приказа не гарантируется. Этот приказ возлагает на брокера обязанность принять решение когда купить или продать. Взаимопонимание между клиентом, брокером — приемщиком приказов и операционным брокером является важнейшим элементом в использовании таких приказов. Приказ требует письменного заверения от клиента.

Данный приказ может быть дан на день, неделю, месяц или до отмены. Приказы, подлежащие исполнению в течение дня, в который они переданы, и приказы без указания сроков считаются приказами на день.

8. *Дневной приказ*. Этот приказ автоматически аннулируется в конце сессии в день его получения, если не был отменен в течение сессии. В биржевой практике все приказы считаются дневными, если иное не указано клиентом. Они действительны только в день поступления приказа или на ту часть торговой сессии, которая остается после получения приказа брокером.

9. *Открытый приказ*. Такой приказ называется также «действителен до отмены». Он остается действующим до отмены его клиентом или пока контракт не истечет. Спекулянты используют этот тип приказов, когда предвидят будущее движение курса. Данный приказ применяется относительно редко, так как брокеры не любят, когда клиент долго молчит. Брокеры обычно ограничивают срок действия таких приказов 30, 60 или 90 днями, а затем запрашивают своих клиентов, желают ли они продлить сроки.

10. *Выполнить или убить*. Этот приказ исполняется сразу после получения брокером или автоматически отменяется. Другими словами, после получения приказа брокер должен постараться исполнить приказ по указанной или лучшей цене. Если такое невозможно, брокер сообщает об этом клиенту, указав последнюю котировку. Если брокер может исполнить часть приказа,

он делает это и сообщает клиенту о невозможности выполнения оставшейся части. В любом случае брокер автоматически аннулирует приказ, полностью или частично, и сообщает последнюю котировку клиенту. Отдавая подобный приказ, клиент может также устанавливать время его исполнения, сделав, например, пометку «10 минут, выполнить или убить». Это означает, что если брокер не выполнил данный приказ за 10 минут, приказ считается отмененным.

Оговорка *«исполнить немедленно или отменить»*. Данная оговорка означает, что как только часть заказа, которую можно удовлетворить, будет выполнена, остальная часть отменяется.

Оговорка *«только в полном объеме»* Такая оговорка включает в приказ на осуществление операций с большим числом лотов. Согласно этой оговорке приказ должен быть выполнен в полном объеме прежде, чем клиент согласится с исполнением.

Оговорка *«приму в любом виде»* предполагает, что клиент согласен на любое количество акций, вплоть до заказанного максимума.

11. *Лестничный, или шкалированный, приказ*. Данный приказ на покупку или продажу двух или более лотов одного актива по указанным ценовым интервалам. Приказ является разновидностью либо рыночного, либо лимитного и обязывает купить или продать дополнительное количество после первоначальной покупки или продажи при изменении цены на определенную величину. Если первая часть этого приказа представляет собой лимитный или стоп-приказ по установленной цене, то другие лимитные или стоп-цены устанавливаются, когда приказ вводится в действие.

12. *Комбинированный приказ*. Этот приказ состоит из двух приказов, данных в одно время и зависящий друг от друга. Иногда аннулирование одного приказа связано с исполнением другого, а иногда покупка или продажа одного актива по лимитной цене зависит от курса другого актива. Комбинированные приказы могут быть двух видов: альтернативные и обусловленные.

Альтернативный приказ. Одновременно может быть дана группа приказов с указанием, что исполнение одного из них автоматически аннулирует оставшиеся. Альтернативный приказ называется также «приказ или/или» либо «одно отменяет другое».

Обусловленный, или базисный, приказ. В этой группе приказов исполнение одного зависит от исполнения другого. Иными словами, один из приказов исполняется, только если выполнен другой.

13. *Контингентный приказ*. Он предусматривает одновременную покупку одних и продажу других акций. Данный приказ

может вводиться как рыночный, со спредом и с пропорцией (например, купить 100 одних акций и продать 200 других).

14. *Опционный приказ.* Это приказ на совершение сделки с опционом.

Оговорка «с переключением» означает, что выручка от продажи одних акций может быть использована для покупки других!

Отмена приказов. Поскольку приказ — это инструкция клиента брокеру, то изменения в приказах осуществляются путем отмены предшествующих инструкций. Клиент может захотеть отменить весь приказ или часть его либо изменить часть приказа. Когда изменения касаются всего приказа или части его, необходимо оформить новый приказ. Приказ на полную отмену означает для брокера отмену предыдущего приказа в целом. Приказ на замену означает отмену предыдущего приказа и замену его новыми распоряжениями.

На некоторых биржах не приемлют сложные приказы, например обусловленные. Клиент, прежде чем пользоваться перечисленными приказами, должен проверить, какие типы приказов допускаются на каких биржах. В целом брокер не берет на себя ответственность за их одновременное и точное исполнение.

При исполнении приказов на фондовых биржах заказам клиентов отдается предпочтение перед заказами неклиентов. Если возникает конкуренция клиентов и неклиентов по одной и той же цене одних и тех же акций, сначала исполняются приказы клиентов, затем — заказы партнеров, директоров, сотрудников брокерских фирм, т. е. профессиональные заказы. На приказах для разграничения делаются соответствующие пометки.

После приема брокерской фирмой приказа клиента он передается в торговый отдел этих фирм, а далее попадает к торговцам на бирже для исполнения в торговом зале. Трейдеры должны приложить все усилия для заключения сделки на условиях клиента. Сделка считается состоявшейся с момента подписания двумя трейдерами контракта, подтверждающего куплю-продажу (брокерского подтверждения).

Счетом высокой ликвидности биржевых рынков биржи разработали подробные правила поведения брокеров в случае получения множества заказов, которые они не в состоянии удовлетворить по всем пунктам и во всем объеме в течение дня. Так, заказы одного типа должны выполняться в порядке поступления. Приоритетом пользуются и так называемые адекватные заказы, т.е. заказы на продажу и покупку одних видов бумаг. Другим

важным правилом поведения брокера является «принцип закрытия спреда» (разницы цен продавца и покупателя). Выполняя заказ, брокер должен максимально сузить спред, что в целом стабилизирует ситуацию на биржевом рынке. На некоторых рынках есть специальные правила, предусматривающие первоочередность приказов государственных и муниципальных органов.

За исполнение заказов клиентов брокерская фирма получает комиссионные, а ее сотрудники — либо зарплату, либо только комиссионные, либо и то и другое одновременно. Довольно продолжительное время размер комиссионных на фондовых рынках был фиксированным, но в 70—80-х годах это правило было отменено. В результате введения договорных ставок, как показали исследования, комиссионные с мелких заказов увеличились, а с крупных — снизились.

Заключая сделки на фондовой бирже, клиенты несут не только комиссионные расходы. Они должны оплатить также госпошлину и акциз на передачу прав собственности.

Брокерские фирмы могут использовать биржу не только для исполнения приказов клиентов, но и с другими целями. Например, они могут выступать на бирже в качестве принципалов, т. е. совершать сделки с собственными клиентами. Для совершения таких сделок существуют некоторые условия, призванные сохранить целостность рынка и защитить интересы клиента. Часто условием является обеспечение клиентам равного или лучшего исполнения приказа, чем если бы он исполнялся обычным порядком, через аукцион. Обязательным условием таких операций является уведомление клиента об особом характере сделки.

Несмотря на солидную законодательную базу и жесткие правила внутреннего регламента, фондовые рынки в своей истории не избежали кризисных ситуаций. Каждый такой кризис давал новый толчок регулированию торговли ценными бумагами. Общим правилом для всех бирж стал, например, запрет на манипуляцию курсами ценных бумаг, на организацию пулов и корнеров и т. п. После биржевого краха в США в октябре 1987 г. были разработаны меры по предупреждению панических, кризисных биржевых ситуаций. Эти меры включают систему гашения биржевого ажиотажа с помощью организационных и технических методов, вплоть до закрытия биржи; формы и методы государственного вмешательства в кризисных ситуациях; более жесткие стандарты технического оснащения биржи и даже взаимодействие биржи со средствами массовой информации.

3.4.6. Порядок оформления биржевых сделок

После совершения сделок купли-продажи на фондовой бирже дальнейший процесс их оформления совершается с участием ряда специфических организаций, и прежде всего клиринговой палаты и депозитария.

Клиринговая палата выполняет следующие функции:

- сверяет информацию, подаваемую членами биржи о заключенных сделках;
- выстраивает цепочки покупок и продаж одних и тех же акций в течение биржевого дня.

Для проведения сверки каждый из членов биржи подает в конце дня в клиринговую палату полный перечень всех заключенных сделок. Поскольку во всех случаях сторонами сделок выступают только члены биржи, клиринговая палата сверяет данные по каждой сделке, поступившие от продавца и покупателя. На следующий день каждый член биржи получает из клиринговой палаты такой же список, но разделенный на две части. В первой указаны сделки, по которым сведения продавца и покупателя в точности совпадают. Во второй — сделки, которые партнеры данной фирмы в списке не указали. Иногда добавляется и третья часть, составленная клиринговой палатой, в которой другие члены биржи указывают данного члена в качестве своего партнера, в то время как он эти сделки в своем списке не приводит.

Все случаи расхождений, отмеченные клиринговой палатой, являются предметом разбирательств между брокерами. При этом интересы клиентов не должны страдать. Поэтому при обнаружении ошибок в сделке либо отсутствия сделки как таковой биржевики сами договариваются, какая сторона берет на себя издержки, связанные с исправлением ошибки. Во всех случаях эти издержки несут биржевики.

После уточнений новые списки вновь направляются в клиринговую палату, которая фиксирует правильность записей. После этого палата отсекает промежуточные звенья в сделках с одними и теми же пакетами акций, т.е. если один и тот же пакет акций за день переходил из рук в руки несколько раз, то расчет делается только между первым и последним участником.

Итоговые данные сделок купли-продажи клиринговая палата передает в депозитарий. Дальнейшие операции зависят от намерений клиента в отношении регистрации купленных им акций. Так, клиент может зарегистрировать купленные акции на брокерскую фирму, которая исполнила заказ (это называет-

ся регистрацией на «уличное имя»). В этом случае сертификат не выписывается, все ограничивается простой записью в книге учета. Если же клиент хочет получить сертификат акций на руки, то из депозитария поступает информация агенту по трансферту о необходимости выписать сертификат и доставить его владельцу. Если акции именные, то старый сертификат погашается.

3.5. Объекты биржевой торговли на фондовом рынке

Вновь выпускаемые акции компаний обычно продаются с помощью инвестиционных дилеров и чаще всего проходят через «уличный» (внебиржевой) рынок. В случае удачного размещения они могут попасть в котировальный список (лист) одной или нескольких бирж. Процедура включения акций в этот список называется *листингом*.

На каждой бирже существуют правила листинга, т.е. правила, по которым ценные бумаги включаются в число продаваемых на данной бирже.

Включение ценных бумаг в листинг крупнейших бирж служит инвесторам подтверждением надежности эмитента. Однако из этого правила могут быть некоторые исключения, и российский рынок является примером такого исключения. В силу переходного характера экономики и нестабильности ситуации листинг на российских биржах весьма условен и часто не может выполнять свою функцию.

Включение акций той или иной компании в котировальный список бирж дает ей определенные преимущества. *Во-первых*, повышается престиж данной компании у инвесторов. Это связано с тем, что такая списочная компания должна соблюдать минимальные стандарты, предписываемые листингом, ее деятельность становится более прозрачной, а информация вызывает большее доверие.

Во-вторых, такие компании могут получить лучшие условия кредитования. Если балансовая стоимость активов компании оказывается ниже рыночной, это является признаком платежеспособности фирмы и способствует улучшению условий кредитования и расширению объемов кредита.

Кроме того, для подобных компаний облегчится процесс дальнейшего выпуска других видов ценных бумаг, например конвертируемых облигаций. Для инвесторов возможность обме-

на облигаций на акции списочной компании довольно привлекательна.

Присутствие в «листе» становится благоприятным фактором и при последующих операциях фирмы по слиянию и поглощению на рынке. Биржевая котировка акций компании — это рыночная цена компании, с которой обычно соглашаются все потенциальные партнеры.

Кроме того, благодаря присутствию компании в списках одной или нескольких бирж (через информацию о сделках по данным акциям и их котировкам) результаты ее деятельности становятся видимыми для акционеров. А большой объем информации, предоставляемый компанией для биржи, повышает степень информированности о деятельности компании весь рынок, в том числе и новых потенциальных инвесторов.

Биржевая стоимость акций используется в залоговых операциях компании, что облегчает оценку акций с целью налогообложения.

Однако листинг для компании-эмитента имеет и свои недостатки. *Во-первых*, через биржу за компанией как бы устанавливается дополнительный контроль, который не все фирмы согласны признать. *Во-вторых*, сама процедура листинга требует дополнительных расходов, сбор за листинг и ежегодный сбор за его поддержание. И наконец, открытый способ биржевой торговли выявляет отсутствие интереса, безразличие рынка к тем или иным акциям, что невыгодно для компаний. В этом случае котировки могут упасть ниже уровня, существовавшего до листинга, когда акции торговались на «уличном» рынке.

Правила листинга устанавливаются каждой биржей самостоятельно. Чаще всего основаниями для включения в листинг биржи являются объем эмиссии, длительность обращения ценной бумаги на фондовом рынке, ежемесячные объемы сделок по данной ценной бумаге на конкретной бирже, предоставление сведений о всех крупных держателях данных ценных бумаг.

Например, на Монреальской фондовой бирже к компаниям предъявляются следующие требования:

— к выручке: для промышленных, инвестиционных компаний и компаний по недвижимости: минимальный чистый доход за последний финансовый год — 100 тыс. кан. долл., все компании должны быть прибыльными за последние три финансовых года либо иметь за последние полгода выпуск ценных бумаг в свободную продажу по проспекту; для промышленных инвестиционных компаний и компаний по недвижимости, находящихся в стадии становления: минимальный чистый доход за последний

финансовый год — 50 тыс. кан. долл., и все компании должны быть прибыльными за последние три финансовых года либо иметь за последние полгода выпуск ценных бумаг в свободную продажу по проспекту;

— к минимальному рабочему капиталу: должен быть достаточным для ведения бизнеса;

— к минимальным чистым нематериальным активам: 1 млн кан. долл. — для промышленных, инвестиционных компаний и компаний по недвижимости, 500 тыс. кан. долл. — для промышленных, инвестиционных компаний и компаний по недвижимости, находящихся в стадии становления;

— к публичному размещению выпущенных акций: для всех компаний — не менее 200 тыс. акций и 200 внешних акционеров, владеющих, как минимум, одной торговой мерой;

— к рыночной цене выпуска: 1 млн кан. долл. — для промышленных, инвестиционных компаний и компаний по недвижимости, 350 тыс. кан. долл. — для промышленных, инвестиционных компаний и компаний по недвижимости, находящихся в стадии становления;

— к менеджменту и спонсорству: важный фактор.

Монреальская биржа, как и многие другие, предъявляет особые требования к нефтегазовым и горнорудным компаниям, что отражает повышенную рискованность инвестиций в эти отрасли.

Наиболее жесткие требования листинга имеет Нью-Йоркская фондовая биржа (НФБ). На ней установлены отдельные требования для компаний США и зарубежных компаний, желающих включить свои акции в список.

Для американских компаний обязательными требованиями являются:

- число акционеров, владеющих 100 акциями и более, — не менее 2 тыс., либо общее число акционеров — 2200;
- среднемесячный объем торговли акциями за последние полгода — 100 тыс. акций;
- общая прибыль до уплаты налогов за последние три года — 6,5 млн долл., включая 2,5 млн долл. за последний год и 2 млн долл. за два предыдущих года либо 4,5 млн долл. прибыли в последний год при условии, что три последних года были прибыльными;
- объем продаж за последний год — 250 млн долл.;
- акционерный капитал — 60 млн долл.;
- чистые активы — 60 млн долл.

Для иностранных компаний НФБ установила следующие критерии:

- число акционеров, владеющих 100 акциями и более, — не менее 5 тыс. по всему миру;
- число свободно обращающихся акций — 2,5 млн по всему миру;
- общая прибыль до уплаты налогов за последние три года — 100 млн долл., при этом в последние два года — минимум 25 млн долл. в каждый;
- объем продаж за последний год — 250 млн долл.;
- рыночная капитализация — 1 млрд долл. по всему миру.

Для прохождения процедуры листинга компания заполняет бланк заявки, предоставляя детальную информацию о себе и своих операциях. К заявке прилагаются копии ряда документов, а именно: устава, последнего проспекта эмиссии, финансовых результатов деятельности, включая прибыль и убытки за последние годы, образцов акционерных сертификатов, годовых отчетов и заключения юрисконсульта фирмы по всем вопросам, касающимся организации фирмы и выпуска ее акций.

Затем компания подписывает официальное соглашение о листинге и тем самым берет на себя обязательство поддерживать его в хорошем состоянии, т. е. выполнять указанные в соглашении инструкции по передаче бирже:

- годовых и промежуточных отчетов;
- сведений о трансфер-агенте и регистре компании;
- сведений о дивидендах и иных распределяемых доходах;
- планы выпуска акций и других ценных бумаг;
- сведений о предстоящих материальных изменениях в делах компании.

Уплачиваемый компанией сбор за листинг зависит от числа акций, включаемых в биржевой список. Отдельный сбор взимается за листинг дополнительных акций, за изменение названия фирмы и другие изменения, затрагивающие биржу.

Представленные компанией документы рассматривает комитет по листингу и выносит решение. При положительном решении устанавливается дата включения акций в торговлю на бирже.

Все фондовые биржи обязывают компании представлять заявления о материальных изменениях в их делах. К таким изменениям относятся: изменения в характере бизнеса, в составе совета директоров и высшего управления, в акционерной собственности. Полученные сведения биржа распространяет среди своих членов, средств массовой информации и других заинтере-

сованных сторон. Если материальное изменение предполагает публичное распределение акций через биржу, то компания обязана представить проспект эмиссии сразу в правительственный орган и на биржу.

Однако требование о заявлении по материальным изменениям обязаны представлять не все компании. Если компания является стабильно рентабельной и выполняет требования, предъявляемые биржей к публичному размещению акций и финансовому положению, она может быть исключена из числа списочных компаний, обязанных подавать заявление о материальных фактах. С этой точки зрения все списочные компании делятся на исключительные и неисключительные.

Биржа может временно или совсем лишить компанию привилегий листинга. Это делается с целью защиты акционеров и проводится по инициативе биржи или самой компании. При временном лишении компании торговых привилегий биржа может либо отсрочить начало торговли, либо сделать перерыв в торговле, либо приостановить торговлю на несколько сессий.

По решению биржи или самой компании акции могут быть исключены из биржевого списка совсем (делистинг). Эта процедура проводится, если компания осталась без активов или обанкротилась; нарушила соглашение о листинге; акций компании уже не существует либо объем их публичного размещения достиг неприемлемо малых масштабов. Делистинг может быть проведен и в том случае, если показатели деятельности компании оказываются ниже требований листинга. Так, на Токийской фондовой бирже обязательными условиями для листинга являются: уставный капитал компании — не менее 1 млрд иен; прибыль, полученная в течение трех лет до регистрации эмиссии, — не менее 300 млрд иен; выплачиваемые на акцию дивиденды — не ниже 5%. Если показатели компании по этим параметрам ухудшаются, ее ценные бумаги могут быть сняты с котирования.

Глава 4. Биржевые операции

4.1. Основные виды биржевых сделок

Классификация биржевых сделок может осуществляться по разным критериям. Так, по степени условности выделяют сделки твердые и условные, по времени исполнения — кассовые и срочные.

Твердыми принято называть сделки, обязательства по которым не подлежат изменению. В *условных* сделках участники приобретают возможность за плату изменить обязательства по отношению к одной из сторон сделки. Пример такой сделки — опцион. Продавец опциона не может отказаться от исполнения сделки, покупателю же предоставлено это право в обмен на уплату премии.

Кассовая сделка представляет собой немедленную сделку, расчет по которой происходит сразу после ее заключения. *Срочная* сделка заключается на определенный срок, после наступления которого и будет производиться расчет.

Самыми простыми по технике исполнения и по используемым стратегиям являются **сделки за наличный расчет**, называемые также кассовыми.

При заключении подобного рода сделки практически отсутствует разрыв во времени между ее совершением и исполнением. Если обратиться к истории ведущих бирж, то на Берлинской бирже наличная сделка заключалась либо «*per kassa*» (немедленно), либо «*per morgen*» (исполнение на другой день), либо «*per einige Tage*», что означало исполнение через три дня. Уплата суммы за покупку ценных бумаг совершалась во время поставки проданных ценностей.

Наличная сделка не была гибкой операцией и не давала ее участникам возможности использовать биржевой механизм во всей его полноте. Кроме того, поскольку расчеты по сделкам проходили немедленно и покупателям требовались значительные суммы, объем единичной сделки был сравнительно не-

большим, что отражалось на колебании курсов по наличным сделкам, делая их более неустойчивыми.

В настоящее время кассовые сделки практикуются на всех фондовых биржах. Техника их осуществления практически одинакова, различие заключается главным образом во времени проведения расчета. Так, на германских биржах расчет по таким сделкам осуществляется в пределах двух дней, на биржах США, Великобритании, Швейцарии — пяти дней.

Вторым видом фондовых сделок были **срочные сделки**. Этот термин употреблялся для обозначения сделок, между заключением и исполнением которых проходил значительный промежуток времени. Его величину определяли сами стороны договора. Срочные сделки разрешены не на всех биржах. Так, на государственных фондовых биржах такие сделки либо запрещены, либо очень строго регламентируются. Например, на Амстердамской бирже разрешены только кассовые сделки, на биржах Италии срочные сделки разрешены в торговле акциями, но запрещены в торговле облигациями.

На биржах, на которых разрешены оба вида сделок, образуется множество курсов одних и тех же ценных бумаг, поскольку цены бумаг на наличном и срочном рынке обычно не совпадают. Эти курсы отличаются как в день заключения сделки, так и в день проведения расчетов. Участники срочного рынка рассчитывают на эту разницу, надеясь, что она будет в их пользу. В результате прибыль получает тот, кто вернее угадал тенденции рынка.

Главный риск срочных сделок связан с установлением срока их оплаты. Применяются три метода определения срока:

— курс ценной бумаги устанавливается согласно курсу биржевого дня заключения сделки;

— курс ценной бумаги не оговаривается, а расчеты производятся по курсу, который складывается на последний биржевой день, когда производятся расчеты по данной сделке;

— в качестве курса ценной бумаги может быть принят ее курс любого дня в срок от дня заключения сделки до окончания расчетов.

Два последних метода ценообразования и расчетов позволяют играть на понижение или повышение курсов. Это спекулятивные сделки, которые затрагивают интересы третьих лиц.

Однако даже если на фондовой бирже совершаются только кассовые сделки, это не значит, что на ней отсутствует спекуляция. Кассовые сделки при определенных условиях также могут

проводиться в спекулятивных целях. Примером этого является Нью-Йоркская фондовая биржа, где срочные сделки в чистом виде не практикуются. На этой бирже по всем сделкам расчет производится сразу же, но есть возможность оплаты купленных бумаг заемными средствами, а также продажи тех бумаг, которых у продавца нет. В этом случае кассовая по форме сделка фактически превращается в срочную.

Покупка ценных бумаг с частичной оплатой заемными денежными средствами — это операция, в которой брокер предоставляет своему клиенту недостающие денежные средства для совершения сделки. Купленные ценные бумаги выступают в качестве залога по кредиту. После того как клиент продаст эти бумаги, осуществляется расчет с брокером за предоставленный кредит. Такова суть данной операции, проводимой спекулянтom в расчете на повышение курса приобретенных им бумаг. В биржевой практике подобную операцию называют «длинной» сделкой.

Фондовые рынки, на которых практикуются подобные операции, имеют жесткий механизм регулирования их условий. Так, в США с 1934 г. максимальный размер кредита, который может быть выдан на приобретение ценных бумаг, устанавливается Федеральной резервной системой. Это делается путем нормирования доли покупки, которая должна быть оплачена наличными средствами самого клиента. В биржевой терминологии такая доля получила название маржа, и в настоящий момент она составляет 50%. В практике фондового рынка США маржа никогда не была меньше 40%, в то же время максимальный ее уровень иногда доходил до 100%, что фактически означает запрет на получение кредита. Покупатели ценных бумаг могут получить данный кредит только у брокера, коммерческие банки такого права не имеют.

Брокер, предоставивший кредит, держит у себя ценные бумаги клиента в качестве залога, не получая на них право собственности. Если инвестор обанкротится, ценные бумаги перейдут в собственность брокера.

Особенностью данного вида операций является также необходимость поддержания установленного уровня маржи в течение всего срока кредитования. Поэтому если текущий курс ценных бумаг снижается, брокер требует от клиента пополнения залога наличными денежными средствами либо другими ценными бу-

магами. При невыполнении этого условия бумаги клиента могут быть проданы.

Предположим, клиент купил ценные бумаги определенной компании на сумму 20 тыс. долл., из которых 10 тыс. долл. — его собственные средства и 10 тыс. — кредит брокера. Если текущая стоимость этих бумаг снижается до 15 тыс. долл., то обеспеченность кредита залогом уменьшается. Этот показатель подсчитывается путем вычитания из рыночной стоимости акций суммы заемных средств, полученная разница соотносится с рыночной стоимостью акций.

В данном случае показатель обеспеченности залогом упадет до 33,3% $[(15\ 000 - 10\ 000) / 15\ 000 \times 100 = 33,3\%]$. Как следствие, брокер потребует дополнительного обеспечения в размере 2,5 тыс. долл.

Другой разновидностью кассовых сделок является *продажа бумаг, взятых в займы*. Такая операция в биржевой терминологии называется «короткой» продажей. К этой операции чаще всего прибегают «медведи», т. е. спекулянты, играющие на понижение. Техника операции следующая: спекулянт продает бумаги, взятые напрокат у своего брокера, по текущему рыночному курсу. После того как курс падает в цене, спекулянт покупает их и возвращает брокеру.

Предположим, акции компании ABC котируются по 110 долл. и, по мнению спекулянта, достигли своего предела. Спекулянт рассчитывает, что в дальнейшем цены на них упадут. В этой ситуации он просит своего брокера совершить «короткую» продажу 100 акций компании ABC по 110 долл. Брокер предоставляет спекулянту данные акции для совершения сделки. Далее курс акций падает до 85 долл. и спекулянт решает зафиксировать свою прибыль. Он отдает приказ купить 100 акций компании ABC по 85 долл., которые он и возвращает брокеру. Таким образом, продав акции по 110 долл., он купил их за 85 долл., получив прибыль 2500 долл.

Покупатель ценных бумаг осуществляет расчет по сделке немедленно, при этом полученные денежные средства продавец-«медведь» передает брокеру, у которого были взяты акции в качестве залога. Брокер пользуется этими денежными средствами без выплаты каких-либо процентов. В сделке брокер также следит за поддержанием уровня залога. Если курс идет вверх, брокер требует предоставления дополнительных денежных средств. Если спекулянт не сможет вернуть акции, брокер использует

залоговые средства для приобретения их по текущему курсу. Это необходимо, поскольку брокер предоставляет в залог также акции, которые ему не принадлежат, а оставлены у него на хранении. При понижении курса акций «медведь» может забрать назад часть залога. Таким образом, в этой сделке размер залога всегда равен стоимости взятых займы бумаг.

В любой момент владелец акций может потребовать возврата своих бумаг, поэтому в условиях «короткой» сделки оговаривается также, что «медведь» должен вернуть взятые бумаги сразу по требованию брокера.

При неблагоприятном развитии ситуации «короткая» продажа может привести к существенным убыткам. Так, в приведенном примере, если курс акций ABC пошел не вниз, а вверх, и достиг 125 долл. за акцию, спекулянту придется выкупить бумаги за 12,5 тыс. долл., тогда как при продаже он получил 11 тыс. долл., т. е. убыток составит 1,5 тыс. долл.

Сравнивая два рассмотренных вида операций — «длинную» сделку и «короткую» продажу — следует обратить внимание на различный уровень их риска. Риск «короткой» продажи гораздо больше, чем риск «длинной» сделки. При «длинной» сделке риск покупателя ограничен курсом покупки, поскольку при падении цен курс не может быть меньше нуля. При «короткой» продаже неблагоприятная для «медведя» тенденция роста курса акций теоретически не имеет ограничений.

Комбинация наличных и срочных сделок позволяла участникам рынка уже в самом начале развития фондовых операций разрабатывать сложные стратегии поведения с учетом особенностей рынка и состояния конъюнктуры.

Среди операций, осуществляемых на фондовых биржах, можно отметить также так называемые буферные операции: операции репорта и депорта. Буферную сделку осуществляют для того, чтобы получить временно свободные денежные средства на определенный период для других операций. Буферные сделки являются некоторым аналогом залога ценных бумаг.

Репорт представляет собой операцию, которая состоит в продаже ценных бумаг по текущему курсу с условием их покупки через фиксированное время по повышенному курсу.

Депорт — это операция по покупке ценных бумаг по текущему курсу с условием их продажи через фиксированное время по более низкому курсу.

Среди срочных сделок различают сделки с премией (опционы), стеллажные сделки и кратные сделки. Данные виды сделок были чисто спекулятивными, осуществляемыми с целью игры на курсовой разнице.

Само понятие «опцион» можно определить как право купить или продать определенную ценность (товар или ценные бумаги), которую одна из сторон приобретает на особых условиях в обмен на уплату премии. При этом другая сторона обязуется по требованию контрагента обеспечить осуществление этого права, возлагая на себя обязанность передать или принять предмет сделки по фиксированной цене.

В качестве аналога можно привести покупку и продажу страховки домовладельцем. Домовладелец покупает страховку, чтобы защитить стоимость своего дома на случай ущерба от огня, кражи и т. п. Он платит страховую премию за привилегию иметь застрахованный дом. В обмен, если дому нанесен ущерб, домовладелец реализует свой страховой полис, чтобы получить денежную компенсацию убытков. Если же дому ущерб не нанесен в течение срока действия полиса, то для его реализации оснований нет.

Продавец полиса — страховая компания — оценивает риск, связанный с покрытием ущерба дому, и требует уплаты страховой премии. Чем больше риск, тем больше премия. Если с домом ничего не случается, страховая компания оставляет премию себе. В противном случае, например, при пожаре, страховая компания должна оплатить убытки. В сущности таков и механизм опционов на фьючерсном рынке. Но вместо страхования стоимости дома опционом страхуют продажную цену или цену покупки товара.

Существует несколько определений опциона, в качестве примера приведем два из них. Первое стандартное, а второе позволяет проще понять, что же такое опцион.

1. *Опцион* представляет собой право, но не обязанность, купить (в случае опциона на покупку) или продать (в случае опциона на продажу) оговоренный в опционе объект по установленной цене в определенный срок или в течение определенного периода в обмен на уплату премии.

2. *Опцион* представляет собой форвардный или фьючерсный контракт, который может быть прекращен до наступления его срока, если одна из двух сторон сделки этого пожелает. Сторо-

ной, имеющей привилегию прекращения обязательства, является покупатель опциона.

Объектом опциона может быть как реальный товар, так и ценные бумаги или фьючерсный контракт.

По технике осуществления различают три вида опционов:

- опцион с правом покупки или на покупку (call option);
- опцион с правом продажи или на продажу (put option);
- двойной опцион (double option, put-and-call option).

В российской терминологии, относящейся к опционным операциям, закрепились как полные названия разных типов опционов, т. е. опцион на покупку, опцион на продажу, так и их «англизированные» названия (опцион кол и опцион пут).

Опцион на покупку дает его покупателю право, но не обязанность, купить определенный пакет ценных бумаг по соответствующей цене в течение срока действия этого опциона. В свою очередь продавец опциона обязан продать этот пакет, если держатель опциона того потребует.

Опцион на продажу дает его покупателю право, но не обязанность, продать пакет ценных бумаг по соответствующей цене в течение срока действия этого опциона. Продавец опциона обязан купить этот пакет, если владелец опциона предъявляет свои права.

Двойной опцион — это комбинация опциона на покупку и на продажу. Он позволяет его покупателю купить либо продать ценные бумаги по соответствующей цене. Используется данный опцион при очень неустойчивой рыночной конъюнктуре, когда трудно прогнозировать движение цен. На биржевой терминологии такая сделка называется также *стеллаж*.

Цена, по которой покупатель опциона на покупку имеет право купить ценные бумаги, а покупатель опциона на продажу — продать ценные бумаги, называется *базисной ценой, ценой исполнения* или *ценой столкновения* (basic price, exercise price or strike price).

Сумма, которую покупатель опциона выплачивает продавцу в момент заключения сделки, называется *премией* (premium).

Следующим основным понятием является *срок действия* опциона. В зарубежной литературе для его обозначения употребляются термины «период» или «срок истечения», а также «дата истечения» (*expiration date*). Наряду с этим применяются выражения «время жизни» опциона и «срок созревания» опциона (maturity date).

Срок действия опциона строго фиксирован. На английских биржах опцион может быть осуществлен только в момент истечения срока его действия. Так, на лондонских биржах ведется торговля опционами со сроком действия 3, 6 и 9 месяцев. Опцион такого типа имел исторический приоритет, однако в дальнейшем был вытеснен более активным американским опционом. Европейские же опционы играют сейчас незначительную роль.

На биржах США сделки осуществляются с так называемыми торгуемыми опционами, сроки действия и осуществления которых не совпадают. Американский опцион может быть реализован по усмотрению покупателя опциона в любой момент до окончания срока его действия.

Опционная сделка предполагает наличие двух сторон: продавца и покупателя. Однако их положение и действия во время осуществления операции иные, чем при обычной сделке купли-продажи.

Покупателя опциона также называют *держателем опциона* (holder). Уплатив продавцу оговоренную премию, он не должен далее предпринимать никаких действий, в частности, не должен уплачивать маржу, пока не решит использовать опцион. После реализации опциона расчет осуществляется как при наличных сделках. Если покупатель решает не реализовывать опцион, ему не требуется совершать никаких действий и его потери ограничиваются уплаченной продавцу премией.

Продавца опциона называют *подписчиком опциона* (writer). Его возможные потери не ограничены. Возможная же прибыль ограничена размерами премии.

Когда заключается опционная сделка, продавец открывает по данной сделке «короткую» позицию, а покупатель — «длинную». В соответствии с этим термины «короткий колл» и «короткий пут» будут означать продажу опционов на покупку или продажу, а термины «длинный колл» и «длинный пут» — покупку опционов на покупку и продажу.

Опцион, дающий его покупателю прибыль при реализации, называется *опционом «при деньгах»* (in-the money), или денежным.

Когда текущие цены акций совпадают с ценой столкновения, такой опцион называется *нулевым, паритетным* или *опционом «при своих»* (at-the-money).

Опцион, реализация которого не приносит прибыль, называется *опционом «без денег»* (out-of-the-money). Это происходит,

когда цена столкновения опциона на покупку выше котировок фондового рынка.

В последнее время операции, совершаемые на фондовых биржах, усложнились. Появились новые виды сделок, часто они представляют собой комбинацию нескольких более простых операций. Среди таких сделок можно отметить свопы и свопционы.

Своп представляет собой сделку, при которой стороны договариваются об обмене потоками долевых ценных бумаг в будущем.

Свопцион — это опцион на заключение операций своп на определенных условиях. Данная операция является деривативом — финансовым инструментом, созданным путем комбинации других производных ценных бумаг (опциона и свопа).

Как уже отмечалось выше, фондовая биржа представляет собой вторичный рынок ценных бумаг, и совершаемые на ней операции проводятся с существующими активами. Но та особая роль, которую фондовая биржа стала играть среди инвесторов, ее репутация открытого и организованного рынка не могли не отразиться и на первичном рынке. Поэтому в наше время отмечается участие биржи и в первичном рынке ценных бумаг.

Так, иногда через биржу осуществляется на определенных условиях первичное размещение и продажа акций с контрольной позиции. *Первичным размещением* называется размещение акций, которые ранее не выпускались и не размещались (казначейские акции), а продажей с контрольной позиции, или *вторичным размещением*, — продажа акций, выпущенных ранее в виде контрольного блока, т. е. в количестве, достаточном для изменения материального контроля над корпорацией. Все биржи устанавливают минимальную цену первичного размещения или подписки через свои торговые залы, которая ниже рыночной, но скидка при этом не превышает определенного (10—25) процента. Некоторые биржи требуют, чтобы размещение казначейских акций приносило компаниям определенную сумму. Для первичного размещения и продажи с контрольной позиции требуется виза биржи на проспекте, который затем рассылается другим биржевым фирмам.

В некоторых случаях допускается закрытое размещение через биржу акций, выпущенных в дополнение к тем, которые уже включены в биржевой список. Чтобы интересы биржи при этом не ущемлялись, требуется выполнение определенных

формальностей. Например, покупатели должны заполнить анкету и взять на себя обязательство, что не перепродадут новые акции раньше чем через полгода. Если дополнительные акции составляют по стоимости более 25% уже находящихся в обращении, то биржа может потребовать согласия акционеров на закрытое размещение.

4.2. Биржевые спекуляции

4.2.1. Функции спекулянтов на фондовых рынках

Совершая операции с ценными бумагами, участники рынка могут проводить реальные, спекулятивные или арбитражные сделки.

Спекуляция на фондовой бирже — явление столь же древнее, как и сама фондовая биржа. Прежде чем объяснить, почему спекулянтов привлекает биржевая игра, следует кратко остановиться на том, почему люди спекулируют. В спекуляции присутствуют два основных мотива: возможность получения прибыли и удовольствие. Каждый спекулянт согласится с первым мотивом, но второй часто имеет большее значение. Некоторые люди любят риск, а спекуляция рискованна по определению.

В результате возникает вопрос: отличается ли спекуляция от азартной игры? Те, кто любит спекулятивные операции, обычно отмечают, что в игре риск создается ради риска, в то время как спекуляция есть механизм принятия риска, который уже существует. Например, никому не нужно терять деньги или приобретать их в зависимости от того, какая выпала карта. Все могут просто отказаться от игры. Однако кто-то должен потерять или приобрести деньги в зависимости от того, упадут либо повысятся цены на акции или облигации, т. е. придется ли риск на эмитентов этих ценных бумаг либо на одного из спекулянтов.

Психологические мотивы спекулянтов не отличаются существенно от мотивов игроков. Однако эта спекуляция действительно переносит риск с тех, кто не хочет его, на тех, кто стремится к этому. Другими словами, спекуляция финансовыми активами направляет стремление к принятию риска в экономически продуктивное русло.

Фондовая торговля имеет большую привлекательность для тех, кто заинтересован в комбинации азарта и возможности большой быстрой прибыли. *Во-первых*, она представляет неординарные возможности прибыли. *Во-вторых*, биржевая торговля является технически несложным делом. Необходимо только позвонить своему исполнителю счетов и в течение нескольких минут ваш приказ будет выполнен. Имеются тысячи брокерских домов и множество брокеров, готовых содействовать клиентам в их торговле. *В-третьих*, фондовые операции стимулируют интеллектуальную деятельность, они дают возможность вести анализ рынка и предвидеть его изменения.

Биржевые рынки сами по себе интересны и информативны. Одна из первых особенностей, которую открывают для себя спекулянты, — это то, что очень мало событий в мире не затрагивают курсов акций или валют. Спекуляция делает тех, кто хочет всего лишь получить прибыль, более сведущими о том мире, в котором они живут.

Большинство спекулянтов привлекает надежда на быструю прибыль, а не забота о благосостоянии экономики, тем не менее они выполняют на биржевых рынках несколько жизненно необходимых функций, которые облегчают торговлю фондовыми ценностями и финансовыми инструментами.

Наличие на биржевых рынках большой группы спекулянтов приносит пользу и бирже, и экономике в целом. Основные функции, которые приняли на себя спекулянты:

- повышение ликвидности рынка,
- относительное сглаживание ценовых колебаний.

Повышение ликвидности рынка. Спекулянты являются важным источником ликвидности рынка. Постоянный приток приказов спекулянтов в торговый зал позволяет значительно сократить время на появление встречных приказов на покупку и продажу. На ликвидном рынке с большим числом продавцов и покупателей можно осуществлять операции в любых масштабах при незначительном изменении цен.

В то же время приход спекулянтов, увеличивая число участников операций, способствует конкуренции, а в итоге и более эффективному выявлению объективного курса.

Относительное сглаживание ценовых колебаний. Деятельность спекулянтов способствует относительной стабильности рынка и в целом устраняет перепады цен, поскольку операции спекулянтов часто направлены «против рынка», т. е. против основной на

данный момент ценовой тенденции. Покупками активов по низким ценам спекулянты содействуют увеличению спроса, что ведет к увеличению цены. Продажа спекулянтами активов по высоким ценам снижает спрос и, следовательно, цены. Поэтому резкие колебания цен, возможные в других условиях, смягчаются спекулятивной деятельностью.

4.2.2. Виды спекулянтов

На каждой бирже спекулянты представлены двумя основными видами: игроки на понижение и игроки на повышение. Одни извлекают прибыль из повышения курсов, другие — из понижения.

Спекуляция может осуществляться на фондовой бирже как в наличных, так и в срочных операциях. Но в наличных операциях меньше комбинаций и в целом меньше выгоды. Поэтому главной ареной спекулянтов является срочный рынок.

Различие между спекуляцией на наличном и срочном рынке заключается в следующем:

— на наличном рынке спекулянт может извлекать выгоду только при повышении курсов; спекуляция на понижении в этом случае невозможна;

— при наличной сделке нельзя купить больше ценных бумаг, чем есть в данный момент в продаже, поэтому спекуляция на этом рынке ограничивается и по количеству.

Игра на понижение осуществляется путем продажи спекулянтами акций с целью их последующей покупки по более низкой цене. Спекулянтов, занимающихся этими операциями, называют «медведями».

Игра на повышение осуществляется путем покупки ценных бумаг с целью их последующей продажи по более высокой цене. Спекулянты этого типа называются «быками».

Спекулятивная прибыль возможна как при игре на повышение, так и при игре на понижение. В то же время следует подчеркнуть, что в спекулятивных операциях возможны и убытки, причем часто весьма значительные. Поэтому занятие спекулятивной деятельностью и инвестиции в нее — дело с высокой степенью риска.

В определенной степени спекулянтов можно классифицировать по тем различиям в методах прогноза рыночной конъюнктуры, которые они используют. Так, одна группа спекулянтов

использует фундаментальный анализ рынка, т. е. уделяет основное внимание изменению факторов, определяющих спрос и предложение на рынке. Другая группа применяет главным образом прикладной анализ, т. е. основывается на информации о динамике цен, объемах сделок, уровне процентных ставок.

4.2.3. Стратегия и тактика спекулятивных операций

Успешные операции требуют двух условий — анализа и прогноза цен и умения эффективно управлять выделенным для операции капиталом.

Для успешной спекулятивной торговли трейдер должен, *во-первых*, специализироваться на каких-либо ценных бумагах и, *во-вторых*, ограничить число одновременно осуществляемых им операций. Количество одновременно осуществляемых операций устанавливается с учетом времени, которое трейдер может посвятить спекулятивной деятельности. Так, для спекулянтов-непрофессионалов, которые не имеют возможности посвятить этому занятию все свое время, считается благоразумным иметь одновременно не более пяти операций. Для профессиональных трейдеров, имеющих в своем распоряжении специальное оборудование и штат сотрудников, таким лимитом может быть сто и более операций.

Огромную роль в успешных спекулятивных операциях играет опыт. Благодаря ему спекулянты могут работать, опираясь на ряд общих закономерностей рынка:

— сравнение перспектив торговли различными активами позволяет сделать вывод, что благодаря им можно оптимально использовать циклическое движение цен; за повышением цен следует период их стабилизации или падения; и эта цикличность, выраженная сильнее или слабее, всегда дает шанс на получение прибыли за счет антициклических действий;

— все типы инвестиций, дающие высокий уровень возврата на вложенный капитал, испытывают периоды спада, что связано с определенными глобальными экономическими явлениями или частными причинами временного характера. Эффект спада можно сгладить, если распределить инвестиции между рынками, не коррелирующими между собой.

Профессиональные трейдеры, принимающие под управление деньги клиентов, должны строго соблюдать дисциплину, что не-

обходимо для быстрой ликвидации проигрышных позиций. Это способствует тому, что потери, возможные на каждой индивидуальной позиции, с лихвой перекрываются прибылью по другим позициям. Тем не менее, как и всякий другой вид относительно агрессивных инвестиций, фондовые операции не обеспечивают равномерного роста капитала во времени, и периоды подъема даже у очень хорошего трейдера могут перемежаться спадами. Такие спады не имеют большого значения для долгосрочных инвесторов, поскольку им важен конечный результат — увеличение капитала за год или несколько лет.

Весьма важную роль в успешной фондовой торговле играют тактика проведения операций и грамотное управление имеющимися денежными ресурсами. Конечно, эффективное управление капиталом не сможет обеспечить прибыль при неверных решениях, но поможет смягчить воздействие убыточных операций на положение спекулянта.

Выбор момента вступления в сделку — один из важнейших критериев, от которого зависят ее успех или неудача. Условием определения оптимального срока для заключения сделки является правильная оценка продолжительности предполагаемого развития цены: тенденции к понижению или повышению, интервала возможных изменений цены. По эмпирическим оценкам, в 70% случаев и даже более спекулянты допускали некоторые ошибки при выходе на рынок: часто данные о дальнейшем развитии цен учитывались или лишь частично, или интерпретировались неправильно. В момент заключения сделки соотношение наличного и срочного курса чаще всего было слишком неблагоприятным. Многие спекулянты недооценивали вероятность риска, связанного с проведением срочной сделки.

Практика осуществления спекулятивных операций выработала некоторые обязательные условия, которые можно сформулировать в виде свода правил успешной спекуляции.

Правило 1. Спекулировать только теми средствами, которые игрок может позволить себе потерять.

Прежде всего спекулянт должен отделить капитал для спекулятивных операций от прочих активов.

Правило 2. До начала каждой операции следует установить уровни риска и желаемой прибыли.

Грамотные спекулянты сразу же после открытия позиции отдают стоп-приказ с ограничением убытков, что позволяет им

быть уверенными в автоматическом закрытии их позиций при ухудшении ситуации до обозначенного уровня.

Отдав такой приказ, важно удержаться от соблазна изменить его условия, особенно в отношении уровня убытков. Как правило, чем ближе рынок подходит к стоп-цене, обозначенной в приказе для ограничения убытков, тем выше вероятность того, что была допущена ошибка в оценке ситуации на рынке и ее дальнейшем развитии.

Цели в отношении прибыли могут быть установлены более гибко. Однако здесь важно не следовать общей тенденции быстрого получения небольшой прибыли. В отношении прибыли можно использовать два разных подхода. *Во-первых*, установить минимальный уровень прибыли и закрыть позицию до того, как он будет достигнут только в том случае, если какие-то новые тенденции изменяют рыночную ситуацию. *Во-вторых*, можно не устанавливать лимита прибыли, а постепенно поднимать уровень стоп-цены вслед за движением рынка. И тот и другой подход позволяет избежать небольших прибылей.

Правило 3. Целью операций должно быть получение больших прибылей и малых убытков.

Как показала практика, хороший трейдер заключает успешные сделки на 10—15% чаще, чем предполагает теория вероятности.

Правило 4. По каждой сделке можно рисковать не более чем 5% спекулятивного капитала.

Это правило кажется излишне консервативным. Но если спекулянт совершает много операций и все время его нарушает, ему гарантирован провал. Для того чтобы понять это, необходимо проанализировать «вероятность разорения».

Предположим, спекулянт имеет определенный объем капитала и рискует частью его на каждой сделке. Представим, что капитал составляет 10 тыс. долл. и риск оценивается в 1 тыс. долл. на сделке. «Вероятность разорения» есть вероятность потери всего капитала (в данном случае — 10 тыс. долл.). Происходит это по-разному. Например, можно потерять капитал на первых десяти сделках, или получить прибыль в 3 тыс. долл. на первых двух сделках, а затем потерять по 1 тыс. долл. на последующих 13 подряд и т. д. Вероятность такого результата зависит от двух факторов:

- от возможной неудачи на каждой отдельной сделке,
- от доли начального капитала, которой рискуют на каждой сделке.

Предположим, что по каждой сделке рисковый капитал составляет одинаковую величину. В этом случае при вложении в одну сделку половины спекулятивного капитала вероятность его потери составляет 67%. По мере уменьшения доли рискуемого капитала данный показатель падает, достигая вероятности разорения 2% при уровне инвестиций в одну сделку 5%.

Приведенные цифры показывают, что спекулянты, рискующие в одной сделке более чем 10% своего капитала, скорее всего потеряют его. Поэтому правило 5%, может быть, и лишает спекулятивные операции части азарта, но существенно повышает шансы на успех в долгосрочном плане.

Правило 5. Следует убедиться, что средняя прибыль, по крайней мере, в 10—15 раз больше издержек по сделке.

Причиной неудач в спекуляциях может быть и невнимание к издержкам торговли, которые являются постоянными затратами капитала. Чем больший процент они составляют по отношению к спекулятивному капиталу, тем меньше шанс на долгосрочный успех. Расходы на сделку включают два компонента:

- 1) комиссия брокеру,
- 2) ценовой спред предложений на покупку и продажу.

Каждый раз при проведении операции спекулянт платит прямую комиссию своей брокерской фирме (если только он не является трейдером) и косвенный ценовой спред всему рынку в целом. При анализе рынка и разработке операций необходимо учитывать сумму этих двух затрат на условиях простой безубыточности.

Успешная спекуляция в значительной степени зависит от возможности свести к минимуму воздействие этих постоянных расходов. Для этого есть два пути. Один из них — снижение самих расходов. Так, спекулянт может договориться со своей брокерской фирмой о минимальной комиссии. Однако ценовой спред — это тот фактор, который нельзя избежать, не являясь профессиональным торговцем.

Второй путь снижения воздействия издержек заключается в том, чтобы спекулировать в расчете на большие прибыли. Такая тактика может существенно снизить воздействие расходов на сделку и, кроме того, соответствует тем правилам, о которых говорилось выше.

Как отмечают специалисты, приведенные выше правила управления денежными средствами спекулянта могут помочь ему вести операции более эффективно. Но конечно же, они не

заменяют необходимости глубокого анализа рынка. Именно сочетание рыночного анализа и умелого управления денежными ресурсами дает хороший шанс на успех в торговле.

4.2.4. Спекулятивные стратегии в опционных сделках

Стратегии использования опционов чрезвычайно многообразны, в них могут сочетаться операции с самими опционами, комбинации опционов, сочетание опционов и других деривативов, применяются и некоторые другие варианты. Уплатив премию, покупатель опциона может в любое время до даты истечения его срока потребовать его реализации. Это очень удобно в тех случаях, когда клиент предвидит возможное изменение положения на рынке и не хочет занимать слишком ответственную позицию, в которую его ставит обычная срочная сделка. В то же время для продавца опциона привлекательность сделки заключается в том, чтобы получить дополнительный доход в виде премии при твердом намерении исполнить опцион, а также в расчете на то, что покупатель неправильно оценивает перспективу и опцион останется нереализованным.

В то же время опционные стратегии в зависимости от вида опциона, его цены и даты исполнения можно разделить на следующие группы:

- простые стратегии,
- спредовые,
- комбинационные,
- синтетические.

Самыми простыми операциями являются покупка и продажа опционов на покупку и продажу.

Покупка опциона на покупку позволяет инвестору купить интересующую его бумагу по разумной цене, не подвергая себя риску неблагоприятных рыночных тенденций. Эта операция осуществляется также в ситуации, когда инвестор ожидает притока денежных средств в ближайшем будущем, а в настоящее время располагает небольшими финансовыми возможностями. И наконец, опцион на покупку может приобретаться из чисто спекулятивных намерений. Предположим, у спекулянта нет наличных средств для покупки 1000 акций компании ABC, однако у него достаточно средств для

покупки 10 опционов на покупку этих акций по базисной цене 95 с премией 3,5 долл. Затраты на данную операцию составят 3500 долл. Допустим, что в момент покупки опциона акции идут по 95 долл. Если впоследствии курс поднимется до 98 долл., премия увеличится до 5,5 долл. В результате спекулянт получит 2 тыс. долл. прибыли (без учета комиссионных) и рентабельность 57%.

Если ценные бумаги, лежащие в основе опциона, повысились в цене сразу после покупки опциона, у инвестора есть несколько вариантов поведения. Он может продать опцион и ликвидировать свою позицию; продать опцион и использовать полученные деньги для покупки другого опциона на покупку с более высокой ценой столкновения; создать спред путем продажи опциона с более высокой ценой столкновения, сохранив свой опцион на покупку.

Покупка опциона на продажу обычно осуществляется в ожидании падения курса ценной бумаги. В отличие от покупки опциона на покупку подобная операция имеет лимит прибыли, равный текущему курсу, так как курс не может падать ниже нуля.

Предположим, спекулянт ожидает падения курса акций компании ABC по сравнению с текущим курсом 93. Он может купить опцион на продажу по 95 с премией $4\frac{1}{4}$. Если к концу срока курс акций опустится до 88, то премия опциона составит 7 пунктов, т. е. спекулянт выиграет $2\frac{3}{4}$ пункта, или 69%. Если курс падает очень быстро, спекулянту целесообразно закрыть позицию после падения курса на 2—3 пункта, поскольку если до конца срока опциона осталось много времени (скажем 3—4 недели), то изменение премии будет происходить в соотношении 1:1 с изменением курса, т. е. выигрыш будет еще больше. Если же, против ожидания, курс акций пойдет вверх, то потери спекулянта ограничатся уплаченной премией.

Многие инвесторы, владеющие портфелем ценных бумаг, покупают опционы на продажу в целях его защиты от падения цен. Если структура портфеля включает большое число акций, входящих в один из фондовых индексов (скажем, индекс «Стандарт энд Пурс 100»), то целесообразно купить опцион на продажу этого фондового индекса.

Покупка опциона на продажу «без денег» может принести большую прибыль, но содержит и большой риск. Покупатель опциона «без денег» может верно угадать тенденцию рынка, но

если падение курса происходит медленно, то до конца срока опциона спекулянт может не успеть реализовать прибыль.

Если купленный опцион на продажу демонстрирует постоянный рост прибыли, спекулянт может либо продать его и зафиксировать эту прибыль, либо оставить данный опцион и, купив другой опцион на продажу «без денег», создать «медвежий» спред, либо купить опцион на покупку для защиты прибыли.

Говоря о стратегии использования опционов, обычно имеют в виду действия их покупателя, поскольку положение продавца опциона менее привлекательно: у него ограничен размер прибыли при неограниченном риске убытков.

Однако существует много ситуаций, когда продажа опциона может быть привлекательной. Обычно опцион покупателя продают торговцы, ожидающие незначительного изменения цен. Их стратегия строится на расчете, что курсы ценных бумаг не достигнут уровня, который вызовет необходимость выполнения опциона.

Тот, кто продает опцион продавца, также рассчитывает на неизменность цен. Его задача — не допустить падения цен по бумагам ниже цены опционной сделки и необходимости реализовать опцион.

На рынке опционов, как и на рынке фьючерсных контрактов, возможны операции, основанные на существующих взаимосвязях различных опционов. Широкое распространение, в частности, получили такие операции, как «бычий» спред и «медвежий» спред.

«Бычий» спред. Торговец покупает опцион покупателя и продает опцион покупателя с более высокой ценой столкновения. Этот опцион приносит прибыль при повышающейся рыночной конъюнктуре. Предположим, покупается опцион на покупку акций ABC за 95 с премией $3\frac{1}{2}$ и продается опцион на покупку за 100 с премией $1\frac{3}{4}$ при текущей котировке акций на уровне 96. Разница премий составила минус $1\frac{3}{4}$. Если курс повысится, спред может дать прибыль. Максимум прибыли будет получен, если курс достигнет 100 к окончанию срока опциона. В этом случае длинный кол будет стоить 5, а короткий останется нереализованным, принесет прибыль $1\frac{3}{4}$. В итоге прибыль составит $3\frac{1}{4}$ ($1\frac{1}{2} + 1\frac{3}{4}$).

«Бычий» спред используется, когда инвестор предвидит тенденцию к повышению, но не совсем в ней уверен. При этом спред может быть установлен с использованием двух безденежных опционов, но такая стратегия считается чрезвычайно агрессивной, либо инвестор может установить спред, в котором опцион с более низкой ценой является «денежным», а опцион с более высокой ценой — «без денег». Это будет менее агрессивная стратегия. И наконец, наименее агрессивной стратегией будет спред с использованием двух «денежных» опционов.

«Медвежий» спред является противоположной операцией. При этом покупается опцион на продажу и продается опцион на продажу с более низкой ценой столкновения. Например, спекулянт продает опцион на продажу с ценой столкновения 70 и одновременно покупает опцион на продажу по 75.

Операция приносит прибыль при понижающейся рыночной конъюнктуре. При этом максимальная прибыль, равная разнице в ценах столкновения за вычетом нетто-премии, достигается, если рынок находится точно на низшем уровне значения цены столкновения в момент истечения сроков опциона.

«Медвежий» спред может быть реализован и с опционами на покупку. В этом случае покупается опцион на покупку с более высокой ценой столкновения и продается опцион на покупку с более низкой ценой столкновения. Такой спред называется «кредитным», так как инвестор получает прибыль от разницы премий в момент установления спреда. Данная прибыль и будет пределом для такой сделки, а целью инвестора становится истечение опционов без их исполнения.

Если торговец не знает, в каком направлении будут изменяться цены, он может купить как опцион продавца, так и опцион покупателя. Такая операция является *двойным опционом*. Если оба опциона покупаются по одной и той же цене столкновения, то он называется стрэдл, или спред по неустойчивости.

Опционный стрэдл (в отличие от опционных спредов) предполагает одновременную покупку или продажу двух опционов разного типа, тогда как спред представляет собой одновременную покупку или продажу опционов одного типа.

Продажа опционного стрэдла заключается в продаже опциона на продажу и опциона на покупку. Эта операция позволяет увеличить диапазон цен, в котором продавец опциона будет получать прибыль, а применяется им, когда ожидается относительно стабильный рынок.

Покупка опционного стрэдла (одновременная покупка опциона на покупку и опциона на продажу) оправдана толь-

ко при крайне неустойчивом рынке с трудно прогнозируемой тенденцией изменения цен.

Если же в опционных спредах опцион на покупку приобретен по цене столкновения большей, чем опцион на продажу, операция называется стрэнгл. При этом покупатель двойного опциона выигрывает от роста неустойчивости рынка, а продавец — от повышения его стабильности.

Другими вариантами операций является покупка опциона одного типа и продажа опциона другого типа:

а) покупка опциона на покупку и продажа опциона на продажу;

б) покупка опциона на продажу и продажа опциона на покупку.

Результаты с точки зрения прибыли и убытков в этих операциях будут различны, поскольку торговец не отказывается от прибыли, если рынок движется в направлении купленного им опциона, но терпит убытки, если он не угадал направление рынка.

Иногда в таких операциях больше опционов продается, чем покупается. Это уменьшает стоимость покупки, но увеличивает риск. Обычно торговец продает опционов не более чем в два-три раза больше, чем купил. Такого рода спреды называются «рацио-покупка» или «рацио-продажа».

Существует также комбинация, называемая «обратный рацио-спред», которая является обратной к нормальному рацио-спреду. При этом один опцион продается и более чем один покупаются. Например, продается опцион на покупку с более низкой базисной ценой, а покупаются несколько опционов с более высокой ценой. Это дает увеличение прибыли на рынке с повышающейся конъюнктурой и ограничение потерь при понижающейся конъюнктуре.

Обратный рацио-спред на продажу означает продажу одного опциона с высокой ценой столкновения и покупку нескольких таких опционов с более низкой ценой с целью достичь увеличения прибыли на рынке с понижающейся конъюнктурой.

«Календарный» спред заключается в покупке опциона с одним сроком и продажей опциона (обычно с той же ценой столкновения) на следующий месяц. Воздействие неустойчивости и временной стоимости на размер нетто-премии отличается от такой же сделки, но с опционами с одним сроком, поскольку

неустойчивость в двухмесячный срок может быть другой, а временная стоимость падает быстрее в ближайший месяц.

Существуют еще некоторые виды стандартных комбинаций с опционами:

а) «бабочка» — покупка опциона покупателя по цене X , продажа двух опционов покупателя по цене Y , покупка опциона на покупку по цене Z , где $X < Y < Z$; с опционами на продажу сделка совершается наоборот;

б) «кондор» — покупка опциона на продажу по цене Y , продажа опциона на продажу по цене X , продажа опциона на продажу по цене Y , покупка опциона на продажу по цене Z , где $Y < X < Z$; то же самое можно сделать и с опционами на покупку.

Обе эти комбинации — и «бабочка» и «кондор» — имеют как ограниченную прибыль, так и ограниченный убыток, и обычно используются, когда теоретический и реальный уровни премии расходятся.

В качестве примера «синтетических» операций можно рассмотреть *синтетический опцион на продажу*. Эта операция является попыткой защитить сделку по «короткой» продаже акций путем покупки опциона на покупку. Опцион на покупку служит защитой для «короткой» сделки. Теоретически риск «короткой» продажи акций неограничен, а покупка опциона на покупку лимитирует риск на случай повышения курса. При этом данная операция также несколько уменьшает прибыль при падении цены.

Предположим, спекулянт осуществил «короткую» продажу акций ИБМ по 95 и купил опцион на покупку акций ИБМ по 100 с премией $4\frac{1}{8}$. Если курс акций ИБМ падает, то он получит прибыль от «короткой» продажи, но понесет убыток на опционе. При этом инвестор защитил себя от тенденции повышения, используя «синтетический» опцион на продажу.

Как видим, операции с опционами в их комбинации существуют в различных вариантах, при этом переменной величиной становится либо вид опциона, либо его срок, либо условия опциона (цена столкновения).

Цель всех комбинаций подобного типа заключается в защите от возможных потерь при непредвиденных или значительных колебаниях цены. Потери от одной стороны операции покрываются большим или меньшим размером прибыли от другой ее стороны.

Глава 5. Профессиональные участники рынка ценных бумаг

Функционирование рынка ценных бумаг невозможно без профессионалов, обслуживающих этот рынок и решающих его задачи. Кроме того, фондовые операции требуют применения сложной компьютерной техники, обеспечивающей процесс ценообразования и распространения необходимой информации, для которой также нужны профессионалы.

Под профессиональными участниками рынка понимают такие категории его участников, для которых осуществление конкретных операций на фондовом рынке является основной профессиональной деятельностью. К ним в настоящее время относятся:

- брокеры, дилеры, доверительные управляющие;
- организаторы торговли и фондовые биржи;
- депозитарии, регистраторы;
- расчетно-клиринговые организации.

Наряду с указанными категориями участников рынка ценных бумаг его обслуживают также банковские служащие, работники инвестиционных фондов, государственные служащие.

Во всех странах применяется система лицензирования профессиональных участников рынка ценных бумаг. С этой целью вырабатываются правила лицензирования. Для специалистов, работающих в данной области и выполняющих конкретные обязанности, предусмотрена также система аттестации, которая является обязательным условием допуска к операциям с ценными бумагами.

Правила лицензирования в отдельных странах могут различаться, но практически универсальными являются такие требования, как соответствие определенной организационно-правовой форме, размеру собственного капитала и способу его расчета, уровню квалификации специалистов. Во многих странах существуют и дополнительные условия, касающиеся совмещения профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг с другими видами деятельности.

Надзор за деятельностью профессиональных участников рынка ценных бумаг осуществляет специализированный государственный орган. Наряду с ним существенную работу в области надзора и контроля ведут профессиональные объединения участников рынка.

5.1. Брокеры и дилеры на фондовом рынке

Брокеры на рынке ценных бумаг представлены специализированными фирмами, имеющими статус юридического лица. В зарубежных странах они действуют в форме как частной фирмы, так и акционерного общества. В России они существуют обычно в форме товариществ с ограниченной ответственностью. Уставный капитал таких обществ имеет небольшой размер, с тем чтобы подпадать под законодательство о малых предприятиях и получать льготы по налогообложению. Однако со временем эти фирмы стремятся увеличить рост собственного капитала, расширяя сеть своих клиентов.

Основная задача брокеров и дилеров, являющихся посредниками в операциях с ценными бумагами, состоит в обеспечении партнерства между компаниями, которые стремятся получить капитал, и инвесторами, готовыми его предоставить на определенных условиях и получить прибыль.

Роль посредников весьма высока, поскольку по своему положению на рынке, уровню квалификации сотрудников и доступу к информации именно они могут помочь инвесторам в выборе правильной стратегии действий на фондовом рынке. Для этого посредникам необходимо:

- четко понимать цели своего клиента;
- вместе с клиентом определить риск, на который готов пойти клиент;
- хорошо знать доходность различных видов операций с финансовыми инструментами и проинформировать об этом клиента;
- правильно сочетать потребности клиента и допустимый риск, на который тот готов пойти;
- консультировать клиента по текущей ситуации на рынке и ближайшим прогнозам.

Посредники, участвующие в операциях по купле-продаже ценных бумаг, могут действовать как **брокерские фирмы** или **брокерско-дилерские компании**. Они классифицируются в зависимости от клиентуры (работающие с мелкими или только с крупными инвесторами), оказываемых услуг (весь комплекс услуг или только некоторые из них), специализации (по видам ценных бумаг, с которыми работают).

Так, на рынке США фирмами, выполняющими все виды услуг, являются крупнейшие брокерско-дилерские компании типа «Меррил Линч» (Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith), «Хатон» (E.F. Hutton & Company Inc.), «Дин Уитер Рейнолдз» (Dean Wit-

ter Reynolds), «Пруденшл Бак» (Prudential-Bach Capital Funding), «Смит Барни» (Smith Barney, Harris Upman & Co.), «Пайн Уэббер» (Paine Webber Incorporated), «Ширсон Леман» (Shearson Lehman Brothers) и некоторые другие. У этих фирм действуют сотни отделений в разных странах мира, где работают тысячи специалистов.

Ряд посредников, работающих только с крупными клиентами, в США носят название инвестиционных банков (carriage trade houses). К ним относятся такие компании, как «Морган Стенли» (Morgan Stanley & Co.), «Саломон бразерс» (Salomon Brothers), «Голдман, Закс» (Goldman, Sachs & Co.), «Дональдсон, Лафкин» (Donaldson, Lufkin & Jenrette) и «Беар, Стернз» (Bear, Sterns & Co. Inc.).

В качестве специализированной компании можно привести американскую фирму «Лебенталь энд компани» (Lebental & Co.), которая работает только с муниципальными облигациями.

Гораздо более многочисленна группа брокерских фирм, выполняющих только одну операцию из всего комплекса, — прием и исполнение заявки по поручению клиента с сопутствующими процедурами по клирингу и зачислению ценных бумаг на счета клиента. Такие фирмы на рынке США называют **дисконтными фирмами**, или **дисконтными домами** (discount broker). Поскольку объем услуг подобных фирм ограничен и они не занимаются консультированием клиентов, размер комиссионных у них на 25—60% ниже, чем у брокерско-дилерских фирм с полным комплексом услуг.

Сотрудники брокерско-дилерских фирм также являются профессиональными участниками рынка ценных бумаг, и им требуется пройти регистрацию и получить лицензию. Для оказания услуг клиентам они должны сдать соответствующий экзамен. В случае успешной его сдачи служащий именуется зарегистрированным представителем (registered representative) и может работать со всеми видами ценных бумаг.

На рынке ценных бумаг брокеры и дилеры могут выполнять и некоторые другие виды деятельности, также требующие лицензии, например функции депозитария и управляющего ценными бумагами. Совмещение с другими функциями не допускается.

Ведущие брокерские фирмы оказывают огромное влияние на состояние биржевой торговли. Выполняя информационную и консультационную функцию для своих клиентами, они одновременно влияют на их поведение, причем весьма часто приспособливают деятельность клиентов к потребностям своей компании.

Рассмотрим, как решается клиентами *вопрос о выборе брокерской фирмы*. Безусловно, такое решение всякий раз индивиду-

ально, но в то же время можно отметить некоторые общие моменты. Например, крупная компания, осуществляющая большой объем операций, выберет скорее всего две-три брокерские фирмы, имеющие опыт работы с крупными заказами. Компания меньших размеров, возможно, предпочтет работать со средней брокерской фирмой, у которой хотя и будут более высокие комиссионные, будет и больше времени на анализ рынка и работу с каждым клиентом.

Учитывается также и специализация брокеров на отдельных видах ценных бумаг. Так, в фондовой торговле многих стран есть брокерские компании, работающие преимущественно на рынке облигаций, в том числе специализирующиеся на конкретном виде облигаций.

Выбирая не одного, а нескольких брокеров, фирма может через одного из них размещать свои заказы на сделки, а другого использовать для получения информации о рынке и консультаций. Кроме того, многие фирмы предпочитают иметь несколько брокеров, чтобы ни один из них не имел полного представления об операциях клиента.

Иногда фирмами учитывается и такой фактор, как система оплаты, которую брокерская фирма применяет для своих служащих. В принципе в этой области используется два варианта: служащий может получать базовый оклад плюс бонус, зависящий от полученной им прибыли, либо определенную долю от всех полученных им сумм комиссионных.

На выбор конкретного вида брокера и брокерской фирмы сказывается и стратегия, используемая инвесторами. Например, инвесторы, применяющие стратегию однодневного трейдинга, должны постоянно наблюдать за ситуацией на рынке и иметь доступ к залу для быстрого исполнения приказов. Они не так нуждаются в консультировании, поскольку сами находятся в курсе происходящего на бирже или в торговой системе. Поэтому такие инвесторы часто предпочитают открывать счета у дисконтных брокеров, экономя на оплате услуг посредников.

В то же время многие позиционные трейдеры не могут постоянно сидеть перед компьютером, наблюдая за происходящими событиями, поэтому они в большей степени нуждаются в услугах брокера с полной комиссией. *Во-первых*, они в этом случае в любой момент могут воспользоваться советом своего брокера. *Во-вторых*, брокер с полным обслуживанием принимает к исполнению больше видов приказов и не оговаривает их выполнение какими-либо дополнительными условиями, как это часто делают дисконтные брокеры.

Отношения между брокером и клиентом возникают по инициативе клиента, но брокерские фирмы активно действуют по привлечению новых клиентов, давая рекламные объявления. Наиболее часто используются печатные объявления в изданиях, адресованных деловым людям, или в финансовых колонках известных газет. В рекламном объявлении брокерской фирмы обычно содержится информация, описывающая направления работы и деловую политику фирмы, размеры ее операций.

Прибегая к услугам брокерской фирмы, клиенты имеют следующие преимущества:

- значительно увеличивают объем торговых операций без роста собственных затрат на эти цели;
- имеют возможность пользоваться услугами высококвалифицированного торгового персонала;
- могут регулировать свои затраты на операции, так как расходы на посреднические услуги непосредственно связаны с объемом операций клиента.

Организационно брокерская фирма представляет собой ряд специализированных отделов, занимающихся торговой и консультационной деятельностью. В среднем на небольшой брокерской фирме занято не более 15—25 человек, хотя могут существовать и совсем небольшие компании, штат которых не превышает пяти человек.

Кроме операций по купле и продаже ценных бумаг на вторичном рынке крупные брокерские компании занимаются также размещением ценных бумаг на первичном рынке, созданием и управлением инвестиционными фондами. Многие из них оказывают своим клиентам посреднические услуги в области банковского кредита, по страхованию сделок и др.

Отношения клиента и брокера оформляются письменным соглашением, в котором оговариваются все виды поручений, которые клиент будет давать брокеру. Чаще всего брокерская компания старается оговорить условие о совершении ею операций в пользу клиента в пределах определенной клиентом суммы и при сохранении за брокером права выбора ценных бумаг с учетом установок, полученных от клиента. Выполнение каждого поручения завершается представлением брокером своему клиенту отчета о совершенных сделках и перечислением клиенту средств, полученных от продажи ценных бумаг (за вычетом комиссионных). Поскольку все сделки на фондовом рынке регистрируются брокером особым образом, клиент имеет право получить выписку из торговых книг брокерской фирмы и проверить правильность представленной ему информации.

Брокерская фирма действует от имени клиента и за его счет, поэтому в договоре отдельно определяется порядок представления клиентом гарантий платежа и форма расчетов. В качестве гарантии будущих сделок клиент может предоставить денежные средства в виде наличных либо векселей, текущий счет, открытый для брокера, либо, если это допускает национальное законодательство, страховой полис.

В договоре может быть также оговорена возможность предоставления брокером кредита своему клиенту. В этом случае операция совершается за счет брокерской фирмы, которая принимает на себя весь финансовый риск. По таким операциям доход брокера включает не только комиссионные и процент за кредит, но и плату за риск.

В каждом соглашении, кроме того, оговариваются все виды приказов, которые брокер будет принимать от своего клиента, порядок их исполнения и особенности.

В последнее время в зарубежных странах получила распространение еще одна форма посредничества при совершении операций с ценными бумагами — деятельность **агентов по управлению капиталом**. Главное отличие между брокером и агентом заключается в источниках получения дохода. Брокер получает доход только за счет потока заявок от своих клиентов. Каждая заявка на покупку или продажу ценных бумаг позволяет брокеру получить с клиента комиссию. Кроме того, брокер может зарабатывать на продаже заявки клиента трейдеру и на возможной разнице между реальной ценой исполнения сделки и ценой, указанной в приказе клиента. Конечно, это не означает, что брокер заинтересован только в максимальном количестве сделок, совершаемых его клиентами. Стратегия квалифицированного брокера заключается в удержании своих постоянных клиентов и привлечении новых. Для этого он должен качественно обслуживать своих клиентов и давать им такие рекомендации, которые бы обеспечили устраивающую их доходность.

В отличие от брокера агент получает только вознаграждение, размер которого зависит от дохода, полученного клиентом. При этом агент не получает средства клиента в собственное распоряжение, т. е. средства клиента остаются собственностью последнего в течение всего срока действия соглашения. Агент имеет доступ к инвестиционному счету клиента с правом совершения лишь операций по купле/продаже ценных бумаг. Другие операции по инвестиционному счету, как то: банковские переводы, использование чеков и кредитных карт и т. п. — может осуществлять только владелец счета.

Кроме собственно управления капиталом агент часто оказывает клиенту широкий спектр сервисных услуг: консультации по выбору брокерской фирмы и процедуре открытия счета с последующим его сопровождением, регистрация зарубежных компаний, налоговое планирование и проч.

Документально отношения с агентом обычно оформляются в виде агентского соглашения, в котором оговариваются коммерческие и организационные аспекты взаимодействия клиента и агента и условия доверенности на управление счетом. В доверенности приводится перечень операций, которые агент имеет право выполнять. Данная доверенность предоставляется брокеру, у которого клиент открыл инвестиционный счет. Такая процедура в настоящее время стала уже столь распространенной, что большинство брокеров даже имеют стандартные формы для подобных документов.

Выбор клиентом агента по управлению капиталом несколько отличается от выбора брокера. Прежде всего клиента будет интересовать, имеет ли агент определенную инвестиционную стратегию, т. е. методику, применение которой позволит получать от операций с ценными бумагами стабильный доход. Во вторую очередь клиента будет интересовать перечень услуг агента (технические аспекты взаимодействия с клиентом, размеры вознаграждения).

Грамотный выбор агента предполагает изучение инвестиционной деятельности последнего за достаточно продолжительный период. Часто клиенты требуют представить выписки со счетов или индивидуальные подтверждения по сделкам, совершенным с помощью агента.

Соглашение с агентом носит срочный характер, однако в договоре обычно предусматривается возможность досрочного его расторжения по инициативе клиента. Такая оговорка вытекает из специфики агентского соглашения: агент не является собственником капитала, которым распоряжается; он не вкладывает средства от своего имени и поэтому у него не появляется никаких обязательств перед третьими лицами, что гарантирует ему отсутствие каких-либо финансовых рисков в случае преждевременного извлечения капитала клиента из оборота. В связи с этим данный раздел не предусматривает каких-либо штрафных санкций для клиента за досрочное расторжение агентского соглашения. Исключением является компенсация организационных расходов, необходимых для исполнения агентом обязательств перед клиентом, которую он может не взимать с клиента в расчете на покрытие этих издержек своим комиссионным вознаграждением в случае долгосрочного сотрудничества.

Особенности российского рынка. Брокерская деятельность на российском рынке ценных бумаг регулируется рядом законодательных и нормативных документов:

- Федеральным законом «О рынке ценных бумаг»;
- Положением о лицензировании различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации от 23 ноября 1998 г. № 50 (утверждено Федеральной комиссией по ценным бумагам — ФКЦБ);
- постановлением ФКЦБ от 19 декабря 1996 г. № 22 «Об утверждении Временного положения о лицензировании брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг и Временного положения о порядке осуществления брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг»;
- Положением о системе квалификационных требований к руководителям и специалистам организаций, осуществляющих профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг, а также к индивидуальным предпринимателям — профессиональным участникам рынка ценных бумаг (утверждено ФКЦБ 2 октября 1997 г.);
- Положением о порядке приостановления действия и аннулирования лицензий на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг (утверждено ФКЦБ 23 ноября 1998 г.).

По российскому законодательству брокерская деятельность предполагает выполнение операций с ценными бумагами по поручению клиента на основании договора — поручения или комиссии. В процессе выполнения своих функций основной задачей брокера является добросовестное исполнение приказов клиентов. Это, в частности, проявляется в приоритетности исполнения приказов клиентов по сравнению с собственными операциями брокера.

Важным моментом, отмеченным в законодательстве, является предупреждение конфликта интересов между брокером и клиентом. Это означает, что брокер должен немедленно уведомить клиента о своем интересе, препятствующем исполнению поручения клиента наиболее выгодным для него образом. В противном случае при возникновении ущерба для клиента брокер должен будет за свой счет возместить ему убытки.

Денежные средства клиента учитываются брокером на забалансовых счетах отдельно от средств брокерской фирмы. Указанные средства по законодательству могут быть использованы брокером для инвестирования в ценные бумаги, при этом часть прибыли от таких операций перечисляется клиенту.

Брокерская деятельность подлежит обязательному лицензированию. В соответствии с действующим законодательством эту функцию в России могут исполнять только юридические лица, являющиеся коммерческой организацией, созданной в форме акционерного общества или общества с ограниченной ответственностью. Лицензии на брокерскую деятельность выдаются ФКЦБ, а кредитные организации могут получить лицензию в Центральном банке РФ.

В настоящее время лицензии на осуществление брокерской деятельности могут быть следующих видов:

- на осуществление брокерской деятельности по операциям с ценными бумагами, со средствами юридических лиц;
- на осуществление брокерской деятельности по операциям с ценными бумагами, со средствами физических лиц;
- на осуществление брокерской деятельности по операциям с государственными ценными бумагами, ценными бумагами Российской Федерации и муниципальных образований.

Для получения лицензии на работу с физическими лицами необходим двухлетний опыт брокерской деятельности по обслуживанию юридических лиц.

Дилерская деятельность по российскому законодательству предполагает совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и продажи определенных ценных бумаг с обязательством их покупки и продажи по объявленным ценам. При этом дилер имеет право объявить иные существенные условия договора купли-продажи ценных бумаг: минимальное и максимальное количество покупаемых и продаваемых ценных бумаг, срок, в течение которого действуют объявленные цены. При отсутствии иных существенных условий дилер обязан заключить договор на существенных условиях, предложенных его клиентом. Если же дилер отказывается от заключения договора, то его контрагент может предъявить иск о возмещении убытков или о принудительном заключении договора.

Для осуществления дилерской деятельности могут быть получены следующие виды лицензий:

- на осуществление дилерской деятельности по операциям с ценными бумагами;
- на осуществление дилерской деятельности по операциям с государственными ценными бумагами, ценными бумагами субъектов Российской Федерации и муниципальных образований.

Российское законодательство содержит ряд требований к лицам, осуществляющим брокерскую и дилерскую деятельность. Эти требования касаются их финансово-экономического состояния, а также уровня квалификации руководителей и специалистов данных организаций.

Основное финансовое требование относится к размеру собственного капитала профессионального участника рынка ценных бумаг, для которого установлен минимальный уровень. Он различен для брокерских и дилерских компаний, а также варьирует в зависимости от вида обслуживаемых клиентов. Требования к величине собственного капитала фирмы касаются не только момента ее регистрации в качестве профессионального участника рынка, но и всего периода выполнения ею указанных функций.

Требования в отношении профессиональной квалификации компаний, осуществляющих брокерскую или дилерскую деятельность, касаются того, что в штате организации необходимо иметь сотрудника, осуществляющего контроль за соответствием брокерской и дилерской деятельности требованиям законодательства. Такие контролеры должны иметь высшее юридическое образование и удовлетворять квалификационным требованиям ФКЦБ.

Органом контроля за рынком ценных бумаг и его профессиональными участниками в России является Федеральная комиссия по ценным бумагам. Наблюдение за поведением участников осуществляется через механизм ежеквартальной отчетности профессиональных участников рынка перед ФКЦБ. Данные отчеты должны содержать сведения об итогах хозяйственной деятельности компании, количестве заключенных сделок и другую информацию по установленной форме.

В необходимых случаях ФКЦБ может использовать такую меру, как приостановление действия лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг или ее аннулирование. Действие лицензии будет приостановлено, если ФКЦБ выявит нарушения, допущенные брокером или дилером, в частности, несоблюдение действующего законодательства о ценных бумагах, финансово-экономические нарушения, нарушения процедурного, а также функционального характера. При приостановлении лицензии организации предоставляется определенный срок для их устранения.

При неоднократных нарушениях правил работы на рынке ценных бумаг лицензия профессионального участника рынка может быть аннулирована.

Выполняя операции по поручениям клиентов, брокеры и дилеры могут их кредитовать. Обеспечением данных кредитов вы-

ступают ценные бумаги, купленные для клиента. Для предупреждения злоупотреблений со стороны брокеров и дилеров российское законодательство предусматривает определенные ограничения в отношении предоставления таких кредитов и залоговых ценностей. Например, сумма кредита, предоставленного клиенту, не должна превышать 50% рыночной стоимости приобретаемых ценных бумаг, а общая сумма денежных средств брокера, используемых на данные операции, — двукратный размер собственного капитала брокера. Ценные бумаги, под которые выдается кредит, должны продаваться через организаторов торговли и иметь признанные котировки.

Как это предусмотрено и в зарубежных странах, по российскому законодательству брокеры и дилеры могут требовать у клиентов сведения об их финансовом положении и целях инвестирования, источниках формирования капитала (для юридических лиц).

Законодательной основой деятельности по доверительному управлению на рынке ценных бумаг Российской Федерации являются следующие законодательные и нормативные документы:

- Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»,
- Положение о лицензировании различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации от 23 ноября 1998 г. № 50 (утверждено ФКЦБ),
- Постановление ФКЦБ от 17 октября 1997 г. «Об утверждении Положения о доверительном управлении ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги»,
- Положение о порядке приостановления действия и аннулирования лицензий на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг (утверждено ФКЦБ 23 ноября 1998 г.).

Деятельность по управлению ценными бумагами предполагает осуществление от имени управляющего в течение определенного срока доверительного управления переданными во владение ценными бумагами, а также денежными средствами, предназначенными для инвестирования в ценные бумаги. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий такую деятельность, на российском рынке именуется управляющим. Это юридическое лицо, созданное в форме акционерного общества или общества с ограниченной ответственностью. Функцию доверительного управления в Российской Федерации могут выполнять банки, коммерческие организации, эмитенты ценных бумаг и фонды.

Доверительное управление на рынке ценных бумаг может совмещаться с другими видами профессиональной деятельности,

в частности, с брокерской, дилерской и депозитарной, а также с деятельностью организатора торговли.

Объектами доверительного управления могут быть как российские, так и иностранные ценные бумаги. Иностранные ценные бумаги передаются в доверительное управление при условии их ввоза на территорию РФ с соблюдением правил российского законодательства. Что касается российских ценных бумаг, то не все они могут передаваться в доверительное управление. Так, закон не предусматривает передачу в доверительное управление векселей, чеков, депозитарных и сберегательных сертификатов, складских свидетельств и других товарораспорядительных ценных бумаг. Эти бумаги могут передаваться управляющему только с целями продажи, а полученные средства использоваться для инвестирования в другие ценные бумаги. Свободно передаются в управление акции и облигации коммерческих организаций, государственные и муниципальные облигации любых типов, кроме тех, условия выпуска и обращения которых подобную передачу не допускают.

При передаче ценных бумаг в доверительное управление не происходит передачи на них прав собственности, однако по российскому законодательству информация об управляющем должна быть включена в реестр.

При заключении договора на доверительное управление управляющий обязан предоставить инвестиционную декларацию, в которой определены направления и способы инвестирования. В декларации отражаются также цели управления, приводится перечень объектов инвестирования денежных средств, сведения о структуре активов.

По действующему российскому законодательству управляющий не может совершать определенные виды операций, в частности, он не вправе приобретать за счет находящихся в его управлении денежных средств принадлежащие ему ценные бумаги; покупать находящиеся в его управлении ценные бумаги; выступать в качестве представителя от двух сторон сделки; складывать находящиеся в его управлении ценные бумаги и передавать их на хранение третьему лицу. Определенные ограничения установлены и для условий оплаты по продаваемым им ценным бумагам.

В некоторых случаях при совершении сделок по купле-продаже ценных бумаг управляющий оказывается представителем интересов обеих сторон сделки, являясь для каждой стороны доверительным управляющим. В этом случае ему необходимо предварительное согласие обеих сторон сделки.

5.2. Клиринговые организации на рынке ценных бумаг

Поскольку на фондовом рынке операции осуществляются не напрямую между продавцом и покупателем, а через посредников в лице брокеров и дилеров, то одной из наиболее важных проблем при этом становится согласование между контрагентами условий окончательных расчетов по сделкам. Такая операция получила название «торговое сопоставление». При сопоставлении брокеры обеих сторон должны сверить предмет купли-продажи, цену, сроки и другие количественные параметры, обеспеченность сделки и гарантии платежа. В процессе согласования и урегулирования претензий определяется, чем владеют контрагенты и что они должны получить в день расчета. При огромном объеме сделок компаниям — держателям ценных бумаг трудно сравнивать взаимные претензии контрагентов и производить между собой расчеты по торговле ценными бумагами. Поэтому большинство операций сравниваются, рассчитываются и оплачиваются через специальные расчетные (клиринговые) центры и связанные с ними депозитарии.

Расчетный центр представляет собой организацию, которая осуществляет процесс сравнения, клиринга и расчета между компаниями — участниками фондового рынка после выполнения сделок. В зарубежных странах в качестве такого расчетного центра могут выступать банки, специализированные клиринговые учреждения, расчетные палаты фондовых бирж и другие подобные учреждения.

Расчетные центры по фондовым сделкам бывают общего или специального типов. Центры общего типа ведут расчеты с основными видами ценных бумаг — акциями и облигациями, а специальные — с опционами, варрантами и иными сложными видами ценных бумаг.

Клиринговые организации могут создаваться как для ведения расчетов по конкретной торговой системе, так и для обслуживания всего национального рынка какой-либо страны в целом. Так, в США до 1977 г. действовали отдельные клиринговые учреждения для Нью-Йоркской фондовой биржи, Американской фондовой биржи и торговой системы НАСДАК. В 1977 г. они объединились в Национальную клиринговую корпорацию (НКК) по ценным бумагам, которая обслуживает весь фондовый рынок США.

НКК сводит в своей отчетности позиции покупателей и продавцов ценных бумаг для определения их взаимных претензий и

погашения взаимопогашающихся платежей. Кроме того, НКК в некоторых случаях выступает в качестве посредника между компаниями — членами бирж и торговых систем и депозитариями, где находятся на хранении ценные бумаги, упрощая тем самым взаимные расчеты и поставку сертификатов.

В таких операциях участники освобождены от необходимости фактической поставки ценных бумаг, а после сопоставления денежных позиций участников и стоимости позиций ценных бумаг расчеты осуществляются по сальдо, существующему между ними.

Суть клиринговой деятельности на фондовом рынке состоит в следующем: покупающая и продающая стороны по конкретной сделке сообщают подробную информацию о ней в клиринговое учреждение. Тем самым участники сделки, *во-первых*, как бы признают наличие договора между собой, а *во-вторых*, вступают в договорные условия по ее исполнению. Современные компьютерные технологии обработки информации позволяют сделать такие операции для участников и недорогим, и эффективным способом.

Стороны сделки предоставляют в расчетный центр информацию о сделках в стандартных формах, что облегчает их сравнение. Как правило, во время работы торговой системы действует основная линия ввода данных, но каждая система предусматривает способы ввода дополнительной информации или ее корректировки в более позднее время этого дня, а также в последующие дни.

После сравнения осуществляется взаимный зачет равных требований, т. е. проводится клиринговая операция, не требующая использования наличных денежных средств. Это позволяет не только облегчить и ускорить расчеты, но и обеспечит их конфиденциальность, так как в данном случае участники не будут выписывать чеки или поручения на перевод банкам. Закрытость большинства сделок, проходящих через расчетные центры, объясняется также тем, что данные по ним приходят непосредственно с различных торговых площадок через их автоматизированные системы.

Операция сравнения, которую осуществляют расчетные центры, обслуживающие несколько торговых площадок (а именно так действует НКК), связаны с одной существенной проблемой: каждый из организованных рынков имеет, как правило, свой собственный порядок ввода информации и свою систему подбора сделок. Обработка такой информации в едином расчетном центре была бы существенно затруднена несовпадением формата представления данных. Поэтому предварительно происходит сравнение и подбор заказов продавцов и покупателей на каждом рынке через специальные согласующие устройства. В результате

поступление данных в расчетный центр обеспечивается уже в подобранном виде.

Клиринговая корпорация наряду с расчетной приняла на себя также функцию гарантирования сделок на случай отказа от платежа кого-либо из участников. С этой целью в корпорации создается специальный страховой клиринговый фонд, образуемый за счет взносов участников. Размер взноса участников определяется объемом совершаемых им операций.

Клиринговая организация определяет порядок платежа по сделкам с ценными бумагами, сроки и формы расчетов. Так, в США срок поставки ценных бумаг — пять рабочих дней после дня совершения сделки $T+5$. За это время совершаются следующие операции:

День торговли $T+1$. Фирмы-контрагенты представляют в расчетную палату, осуществляющую расчет ценными бумагами через компьютерную систему, всю информацию о совершившейся сделке: наименование сторон, участвующих в сделке, номера брокерских фирм, время проведения торговли и т. п. Все эти данные вводятся в компьютерную систему и получают контрольный номер.

День торговли $T+2$. Расчетная палата выпускает контрольные ведомости «Сделки с пополнением на следующий день», в которых все сделки разделены на три группы:

1) сравнимые сделки, не нуждающиеся в подтверждении и годные к взаимному погашению равных требований, что и осуществляется;

2) несравнимые сделки, т. е. такие операции, в которых, например, дата торговли, названная одним участником, не согласуется с датой, названной его контрагентом;

3) совещательные сделки, сведения по которым пока поступили только от одной из сторон.

Для того чтобы расчет состоялся и принял общий характер, необходимо решение по несравнимым и совещательным сделкам.

День торговли $T+3$. День начинается с распространения новых сообщений контрагентов, которые подводят итоги торговли в сравнении с предыдущим днем. Работы по согласованию продолжаются для всех участников торговли, оставшихся без пар. В конце дня расчетная палата составляет новую серию контрагентов для распространения на день торговли $T+4$. Любые предложения ценных бумаг, если им не противостоит спрос, изымаются из сравнительной системы.

День торговли $T+4$. В этот день идет подготовка к расчету нетто. Система подобного расчета является автоматизирован-

ной, способной выдать нетто тому участнику торговли, который должен произвести расчет за ценную бумагу. Система подводит итоги по ежедневным операциям каждого из участников.

День торговли T+5. Это день расчетов, когда расчетная палата производит упорядоченные и контролируемые расчеты ценными бумагами и деньгами между всеми участниками торговли через свои кассовые отделы. Во второй половине дня подводится итоговый учет, составляется обзор деятельности расчетной палаты по каждому из ее участников. Оплата нетто производится в денежной форме.

В последний день операций расчетной палаты обязательства каждого участника по расходам и приходам аккумулируются на их индивидуальных счетах.

Поскольку большинство выпусков акций в США по традиции имеют сертификаты, поставка предполагает осуществление следующих операций:

- доставку правильно оформленных сертификатов;
- регистрацию перехода прав собственности в книгах эмитентов ценных бумаг.

В некоторых странах функции расчетов по сделкам выполняют депозитарные учреждения. Например, в Японии для расчетов по акциям эмитентов каждая из японских бирж открывает специальный счет в центральной депозитарии — Японском депозитарном центре. С 1991 г. этот центр стал единственным депозитарием по национальным акциям, заменив Японскую клиринговую корпорацию по ценным бумагам — депозитарно-клиринговую организацию Токийской фондовой биржи (ТФБ). Последняя, однако, по-прежнему выполняет депозитарно-клиринговые функции по некоторым ценным бумагам, в частности, по акциям иностранных эмитентов, варрантам и государственным облигациям, имеющим листинг на ТФБ. Кроме того, корпорация по-прежнему выполняет услуги по клирингу.

Для улаживания сделок по бездокументарным государственным облигациям используется депозитарно-клиринговая система Банка Японии.

Особенности российского рынка. Основными документами, регламентирующими клиринговую деятельность на российском фондовом рынке, являются:

- Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»,
- Положение о лицензировании различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации от 23 ноября 1998 г. № 50 (утверждено ФКЦБ),

- Постановление ФКЦБ от 23 ноября 1998 г. «Об утверждении Положения о клиринговой деятельности на рынке ценных бумаг в Российской Федерации»,
- Положение о порядке приостановления действия и аннулирования лицензий на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг (утверждено ФКЦБ 23 ноября 1998 г.).

На российском рынке клиринговая деятельность может осуществляться в двух видах: частный клиринг и централизованный. *Частный клиринг* предполагает учет взаимных обязательств двух сторон сделки без участия третьей стороны, который осуществляется операторами фондового рынка, т. е. брокерами, дилерами и управляющими. В этом случае специальная лицензия не требуется, посредники действуют на основании лицензии на осуществление основного вида деятельности.

Централизованный клиринг предполагает сравнение взаимных обязательств с участием более двух сторон, для чего необходим клиринговый центр. В этом случае для данной организации необходимо получение специальной лицензии. При этом клиринговая деятельность не может быть совмещена с иными видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, за исключением деятельности в качестве организатора торговли или депозитария.

Клиринговые центры обязаны предоставлять определенные услуги своим клиентам. К таковым относятся:

— составление, направление и контроль исполнения документов, являющихся основанием для перевода денежных средств и поставки ценных бумаг по итогам сделки;

— контроль за исполнением обязательств по совершенным сделкам;

— управление системными рисками и рисками ликвидности, которые возникают в процессе исполнения обязательств по совершенным сделкам на рынке ценных бумаг.

Клиринговые центры сами определяют круг сделок с ценными бумагами, по которым они осуществляют клиринг. Для организации процедуры расчетов они вправе получать от организаторов торговли и депозитариев информацию, необходимую для осуществления клиринга.

По российскому законодательству так же, как и во многих зарубежных странах, в деятельности клиринговых центров используется *принцип субституции*. Это означает, что клиринговый центр принимает на себя обязательства участников клиринга и приобретает за них права требования. В результате клиринговая организа-

ция становится контрагентом участников клиринга по заключенным сделкам, т. е. покупателем ценных бумаг для каждого продавца и продавцом ценных бумаг для каждого покупателя.

Для организации поставки ценных бумаг и денежных расчетов по сделкам клиринговая организация может либо заключить договор с депозитарием и банком, либо действовать самостоятельно.

Учет сделок каждого участника рынка осуществляется обособленно, а информация о сделках, по которым проводился клиринг, должна храниться не менее пяти лет.

Взаимоотношения между участниками фондовых операций и клиринговой организацией регулируются договором, в котором указываются полномочия клиринговой организации и ее ответственность перед участниками клиринга, перечень предоставляемых услуг, процедура обработки информации, а также меры по обеспечению конфиденциальности информации. В случае неисполнения клиринговой организацией своих обязательств в договоре предусматриваются штрафные санкции.

Российское законодательство предусматривает также ряд специальных мер по обеспечению устойчивости клиринговых центров. Так, в целях снижения рисков неисполнения сделок с ценными бумагами клиринговая организация должна формировать специальные фонды. Порядок их формирования и использования указывается в договоре на оказание клиринговых услуг. В качестве источников средств для таких фондов могут служить ценные бумаги и денежные средства участников клиринга.

Другой мерой, направленной на снижение рисков, является право клиринговой организации вводить ограничения на размер обязательств участников клиринга по их сделкам с ценными бумагами, а также право включать дополнительные требования, касающиеся финансового состояния участников клиринга и их собственного капитала.

5.3. Депозитарные учреждения

Депозитарная деятельность — неотъемлемый элемент функционирования расчетного механизма операций с ценными бумагами. Она заключается в предоставлении услуг по хранению (депонированию) ценных бумаг и выполнении поручений по реализации прав, удостоверенных ценными бумагами.

Функцию депозитария могут выполнять различные учреждения, участвующие в операциях на рынке ценных бумаг:

- фондовые биржи,
- инвестиционные институты,
- специализированные организации,
- коммерческие банки.

Последние считаются наиболее приспособленными структурами для депозитарного учета. Это обусловлено следующими причинами. *Во-первых*, банки имеют большой опыт сделок с ликвидными инвестициями, располагают необходимым механизмом документального оформления этих операций и контроля за их осуществлением. *Во-вторых*, банки обеспечивают безопасное хранение наличных средств, ценных бумаг и другой документации.

Услуги, оказываемые депозитариями, весьма широки и зависят от национальных особенностей рынков. В их числе:

- ведение реестра акционеров акционерных обществ,
- хранение ценных бумаг,
- продажа бумаг и расчет по проведенным операциям,
- расчет и выплата дивидендов,
- взимание налогов с дивидендов и др.

В странах с развитым рынком ценных бумаг сертификаты всех акций находятся в депозитариях. Такие депозитарии могут существовать как в национальном (Япония), так и в региональном масштабе. По сути это организации, не только хранящие бумаги, но и совершающие с ними операции. И одной из основных операций является перевод процентов и дивидендов.

Для хранения сертификатов акций собственники обычно пользуются услугами еще одной категории профессиональных участников рынка — депозитарных учреждений. Депозитарий как бы является номинальным держателем акций компаний. В депозитарии брокерские компании имеют свои счета, на которых учитываются ценные бумаги их клиентов — конкретных инвесторов. Таким образом, брокеры также становятся номинальными держателями ценных бумаг своих клиентов. Подобная система значительно упрощает операции по покупке и продаже ценных бумаг. Например, в США большая часть ценных бумаг зарегистрирована не на имя их действительного владельца, а на «уличное имя» (*street name*).

Многие фондовые биржи, находящиеся в различных странах, также создали свои депозитарии. Их основными функциями являются:

1) прием ценных бумаг на хранение, выплата дивидендов и процентов;

- 2) выполнение с помощью ЭВМ бухгалтерских проводок по изъятию из обращения ценных бумаг, находящихся на хранении;
- 3) создание компьютерной бухгалтерской залоговой системы ценных бумаг, находящихся на хранении;
- 4) изъятие ценных бумаг на обычной и срочной основе.

Эти услуги позволяют сделать для клиентов хранение ценных бумаг в депозитариях надежным и выгодным средством и в случае продажи бумаг перечислять их с одной депозитарной книжки на другую в соответствующих депозитариях.

Так, в 1966 г. Нью-Йоркская фондовая биржа создала Центральную службу свидетельств на акции, т. е. депозитарий для своих членов. Первоначально там хранились акции крупного достоинства, но потом развитие электронной техники позволило принимать акции с небольшим номиналом. При совершении сделки по продаже акций фирма-продавец уведомляет депозитарий о дебетовании всего счета и кредитовании счета фирмы-покупателя без передачи свидетельств на соответствующие акции. Таким образом, простая бухгалтерская операция решает сложную проблему поставки сертификатов акций.

При безбумажной форме выпуска ценных бумаг весь выпуск или его часть оформляются «глобальным сертификатом», который сдается на хранение в уполномоченный депозитарий на основе соглашения между эмитентом и депозитарием. Такие сертификаты на руки непосредственным владельцам ценных бумаг не передаются.

Депозитарии или эмитент выдают непосредственному владельцу ценной бумаги выписку из их бухгалтерских книг или иной именной документ, подтверждающий права данного владельца на хранящиеся там ценные бумаги.

В Германии все ценные бумаги, с которыми совершаются сделки на Немецкой бирже, за некоторым исключением, находятся в центральной депозитарии (НКС). Большая часть выпусков оформлена глобальными сертификатами, т. е. в настоящее время существует в безналичной форме. Поставка ценных бумаг осуществляется путем простой записи по счетам депо. Одновременно НКС списывает средства со счета продавца и зачисляет их на счет покупателя. Исполнение осуществляется на второй рабочий день после заключения сделки T+2.

Во Франции существует депозитарно-клиринговая система SICOVAM, которая находится в собственности банков и фирм по ценным бумагам. Они же выступают в качестве уполномоченных депозитариев. Как правило, эти депозитарии редепонируют ценные бумаги в SICOVAM, а хранят их у себя лишь в том

случае, если они не подлежат хранению в SICOVAM, или по желанию клиента. С 1983 г. все ценные бумаги стали бездокументарными. Расчеты по сделкам с ними осуществляет расчетно-клиринговая система RELIT, которая исполняет сделки на третий день после заключения (T+3).

Депозитарии применяют для хранения ценных бумаг клиентов два режима: коллективный (открытый) или обособленный (закрытый). *При закрытом хранении* сертификаты находятся отдельно от ценных бумаг других клиентов и ценных бумаг, принадлежащих самому депозитарию. Эти сертификаты возвращают клиенту по первому требованию. Депозитарий не может поручать хранение таких ценных бумаг, закладывать их, передавать в заем, осуществлять с ними иные операции, кроме тех, которые прямо оговорены в договоре хранения с клиентом.

При открытом хранении ценные бумаги являются долевой собственностью всех клиентов депозитария, сдавших ему на хранение ценные бумаги того же выпуска. Принадлежность ценных бумаг конкретным клиентам не идентифицируется по номерам и сериям. Клиенты депозитария являются собственниками того количества ценных бумаг, которое они внесли на хранение. Вместе с тем клиент может распоряжаться ценными бумагами, сданными им в открытое хранение, без получения на то согласия остальных клиентов данного депозитария — долевых собственников ценных бумаг этого выпуска. Сертификаты ценных бумаг открытого хранения находятся в депозитарии по выпускам ценных бумаг без сортировки по клиентам, а также могут перепоручаться на хранение во вторичные депозитарии на условиях открытого хранения.

Если в договоре депозитария с клиентом однозначно не оговорен способ хранения депонируемых ценных бумаг, то депозитарий может помещать их на открытое хранение.

Единичные сертификаты могут находиться в депозитарии как в открытом, так и в закрытом хранении, а ценные бумаги, оформленные глобальным сертификатом, только в открытом хранении. Если ценные бумаги принимаются на открытое хранение, то их владельцы утрачивают право собственности на конкретные сертификаты ценных бумаг и приобретают право собственности на соответствующую долю в общем фонде ценных бумаг данного выпуска, находящихся в открытом хранении. Доля собственности в общем фонде ценных бумаг открытого хранения определяется по номинальной стоимости ценных бумаг, а для бумаг без номинальной стоимости — их количеством.

На многих фондовых биржах наличие счета в депозитарии является необходимым условием для участия в расчетах по сделкам с ценными бумагами. Покупателям и продавцам ценных бумаг открываются счета депо. Зачисление ценных бумаг на этот счет производится после покупки ценных бумаг против соответствующей суммы платежа.

По поручению клиента-продавца депозитарий производит предварительное списание ценных бумаг с его счета депо и зачисляет их на буферный (промежуточный) счет депо. Покупатель для зачисления бумаг на свой счет должен произвести оплату сделки, налога на операции с ценными бумагами и регистрационного сбора. После того как его денежные средства поступят на клиринговый счет продавца, ценные бумаги списываются с буферного счета депо и зачисляются на счет депо покупателя.

Депозитарий и расчетная организация извещают покупателя о зачислении на его счет депо ценных бумаг. Кроме того, обязанностью депозитария является внесение необходимых изменений в реестр акционеров либо передача информации реестродержателю данного эмитента о переходе прав собственности на ценные бумаги продавца к покупателю. Данная операция должна быть совершена депозитарием не позднее чем за 30 дней до официально объявленной даты выплаты дохода по ценным бумагам.

Появление таких посредников, как депозитарии, особенно централизованного характера, в которых постоянно находится основная часть ценных бумаг или представляющих их крупных блоков сертификатов, позволило избежать физического движения фондовых инструментов непосредственно после каждой сделки с ними. Такой порядок выгоден всем участникам рынка: и индивидуальным инвесторам, и фондовым компаниям.

Использование в современных депозитариях специализированных компьютерных систем учета и расчетов, электронных систем способствует повышению ликвидности фондового рынка, облегчает исполнение поручений мелких клиентов и тем самым привлекает на рынок дополнительно огромное число мелких инвесторов

В некоторых странах, прежде всего в развивающихся, центральные депозитарные учреждения отсутствуют либо находятся в процессе создания.

Особенности российского рынка. Депозитарной деятельностью по российскому законодательству является оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг, учету и переходу прав на ценные бумаги. Дополнительными услугами является содействие клиентам в реализации ими своих прав по ценным бумагам,

включая право на участие в управлении акционерным обществом, получение дивидендов и иных платежей по ценным бумагам.

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий депозитарную деятельность, именуется *депозитарием*. По закону им может быть только юридическое лицо, имеющее лицензию на осуществление депозитарной деятельности и являющееся членом саморегулируемой организации профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Законодательной базой депозитарной деятельности на рынке Российской Федерации является:

- Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»,
- Положение о лицензировании различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации от 23 ноября 1998 г. № 50 (утверждено ФКЦБ),
- Положение о депозитарной деятельности в Российской Федерации, утвержденное постановлением ФКЦБ 16 октября 1997 г.,
- Положение о порядке приостановления действия и аннулирования лицензий на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг (утверждено ФКЦБ 23 ноября 1998 г.).

Организации, выполняющие функцию депозитариев и деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг, называются *учетными институтами*. Их задачей является подтверждение прав конкретных лиц и организаций на ценные бумаги и прав, закрепленных ценными бумагами, в целях передачи и осуществления этих прав.

При передаче сертификатов ценных бумаг на хранение в депозитарий изменяется способ удостоверения прав на ценные бумаги: сертификат акции заменяется на запись на счете депо, открытом в депозитарии.

Пользователи услуг депозитариев называются *депонентами*. В качестве депонентов на российском рынке могут выступать физические и юридические лица — владельцы ценных бумаг, доверительные управляющие, залогодержатели ценных бумаг, а также другие депозитарии. Если депонентом является другой депозитарий, то данный депонент выступает в роли номинального держателя ценных бумаг своих клиентов. При этом он отвечает за действия основного депозитария, как за свои собственные.

Депозитарная деятельность содержит наименьшее число ограничений, касающихся совмещения с другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Так, функция депозитария может совмещаться с функциями организатора тор-

говли и клирингового центра, а также с брокерской, дилерской деятельностью и деятельностью по управлению ценными бумагами. Единственным условием для такого совмещения является осуществление депозитарной деятельности отдельным подразделением юридического лица, для которого указанная деятельность должна быть исключительной. При этом депозитарий должен разработать механизм, препятствующий использованию информации, полученной в связи с осуществлением депозитарной деятельности, в иных целях.

Взаимоотношения депозитария и клиента должны быть оформлены письменным договором, в котором указываются условия осуществления депозитарной деятельности. К числу обязательных условий относятся:

— перечень операций, выполняемых депозитарием, основания для их проведения, порядок и сроки выполнения операций и порядок отчетности по ним;

— образцы документов, составляющих внешний документооборот;

— тарифы на услуги депозитария.

Законодательство РФ предъявляет определенные требования к осуществлению депозитарной деятельности. В частности, депозитарий должен обеспечивать:

- по поручению клиента перевод ценных бумаг на указанные счета депо как в данном, так и любом другом депозитарии или на лицевой счет в реестре владельцев именных ценных бумаг;
- прием ценных бумаг, переводимых на счета клиентов из других депозитариев или от регистратора;
- обособленное хранение ценных бумаг клиентов;
- передачу информации и документов от держателей реестра к владельцам ценных бумаг и от владельцев ценных бумаг к держателям реестров.

Не допускается введение в договор оговорок, ограничивающих права клиента на распоряжение ценными бумагами, а также распоряжение ценными бумагами клиента без его письменного распоряжения либо использование бумаг клиента по обязательствам самого депозитария.

5.4. Реестродержатели

На фондовом рынке работает также еще один вид посредников — **реестродержатели (регистраторы)**, которые осуществляют

учет и фиксацию права собственности на ценные бумаги и переход прав собственности от одного лица к другому. Регистрация права собственности осуществляется путем внесения соответствующих записей в реестры акционеров. Введение реестра акционеров является исключительным видом деятельности на фондовом рынке.

На первый взгляд, функции реестродержателей и депозитариев сходны, однако между ними есть существенные различия:

- реестродержатели учитывают всех акционеров, владеющих ценными бумагами конкретного эмитента, т. е. всех инвесторов;
- депозитарии учитывают ценные бумаги разных эмитентов, принадлежащих конкретному инвестору.

В некоторых случаях в реестре в качестве держателя ценных бумаг регистрируется депозитарий биржи или торговой системы. При этом в отношении него используется термин «номинальный держатель». *Номинальный держатель* — это лицо, зарегистрированное в системе ведения реестра и не являющееся владельцем в отношении данных ценных бумаг. Он может осуществлять права, закрепленные ценными бумагами, только получив соответствующее полномочие от владельца. При осуществлении операций с ценными бумагами между владельцами бумаг одного номинального держателя формально не происходит никаких изменений, которые должны быть отражены у реестродержателя. Это удобно для организации работы торговой системы, поскольку упрощает расчеты и сокращает число необходимых операций.

Особенности российского рынка. В Российской Федерации лица, осуществляющие ведение реестра владельцев ценных бумаг, именуются *держателями реестра (регистраторами или реестродержателями)*. Ведение такой деятельности разрешается только юридическим лицам.

Нормативную базу деятельности реестродержателей в России составляют следующие документы:

- Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»,
- Постановление ФКЦБ от 19 июня 1998 г. «Об утверждении Положения о лицензировании деятельности по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг»,
- Постановление ФКЦБ от 2 октября 1997 г. «Об утверждении Положения о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг»,
- Положение о порядке прекращения исполнения функций номинального держателя ценных бумаг, утвержденное постановлением ФКЦБ от 10 ноября 1998 г.

В законодательстве предусматривается возможность осуществления функции реестродержателя самим эмитентом. Однако если

число владельцев бумаг, зарегистрированных в реестре, превышает 500, то держателем реестра должна быть независимая специализированная организация, являющаяся профессиональным участником рынка ценных бумаг. Данный вид деятельности является лицензируемым; не допускается его совмещение с другими видами деятельности на рынке ценных бумаг. Лицензия выдается ФКЦБ на срок до шести месяцев с возможностью последующего продления.

Требования к реестродержателям, установленные в российском законодательстве, касаются финансово-экономического состояния реестродержателей, их клиентуры, структуры уставного капитала и уровня профессиональной подготовки специалистов. Так, законодательно установлен минимум собственного капитала реестродержателя на период его деятельности, а также размер неснижаемого остатка денежных средств на счетах регистратора и средств в государственных ценных бумагах.

В законодательстве содержатся определенные требования относительно количества клиентов реестродержателя — он должен иметь не менее 25 реестров эмитентов с числом владельцев именных ценных бумаг по каждому эмитенту более 500.

В структуре уставного капитала реестродержателя вклад любого акционера не должен превышать 20%. При этом данный капитал не может быть оплачен ценными бумагами, эмитентами которых являются его акционеры, а также ценными бумагами эмитентов, ведение реестров которых осуществляет регистратор.

В штате реестродержателя должно быть не менее двух специалистов, удовлетворяющих квалификационным требованиям по данному виду профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Некоторые особые требования предусмотрены в законодательстве по поводу руководства организации-регистратора.

Услуги, оказываемые регистратором, оплачиваются его клиентами. Плата взимается за внесение записей в систему ведения реестра о передаче ценных бумаг, за внесение изменений и дополнений в данные и предоставление выписки из системы ведения реестра. Размер оплаты услуг регистратора законодательно ограничен.

ФКЦБ осуществляет контроль за деятельностью регистраторов путем анализа ежеквартальных отчетов, в которых приводится основная финансовая отчетность регистратора и перечень эмитентов, для которых регистратор ведет реестр. При обнаружении недостатков в деятельности реестродержателя ФКЦБ может приостановить либо аннулировать выданную ему лицензию.

Глава 6. Ценные бумаги как объект гражданского права

6.1. Борьба с преступностью на рынке ценных бумаг

В соответствии с давно сложившейся мировой практикой рынок ценных бумаг регулируется государством. Процесс формирования системы правовых регуляторов и организационных механизмов такого рынка в России начался сравнительно недавно. Лишь с принятием нового Гражданского кодекса и Федерального закона «Об акционерных обществах» в Российской Федерации появилась соответствующая мировым стандартам первичная законодательная база, необходимая для развития этого сегмента рыночной экономики.

Принятие нового Гражданского кодекса РФ заложило важнейшие правовые основы для развития экономики России. Однако несовершенство некоторых его норм пока не позволяет в полной мере решать проблемы рынка ценных бумаг. Это объясняется тем, что в нем не учтены такие специфические особенности российской экономики, как кризис платежей, большой оборот неучтенной денежной наличности, значительный объем товарообменных (бартерных) сделок, наполнение рынка суррогатами денег и ценных бумаг и ряд других. Поэтому потребовалась дальнейшая конкретизация основных понятий рынка ценных бумаг, попытка которой была предпринята в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ, принятом 22 апреля 1996 г. Этот Закон стал знаменательным событием в деле дальнейшего построения правовой основы государственного регулирования и развития рынка ценных бумаг в России, установления единых процедур и механизмов по выпуску и обращению ценных бумаг.

Наряду с гражданским законодательством, регулирующим полноправные имущественные отношения между различными субъектами и участниками фондового рынка в процессе их взаимодействия, специфика его функционирования обуславливает также необходимость регулирования со стороны государства властно-имущественных отношений, принадлежащих к от-

расли финансового, а не гражданского права. Закон «О рынке ценных бумаг» установил порядок такого регулирования посредством регламентации статуса участников рынка и правил работы в нем, процедур выпуска и регистрации ценных бумаг, контроля над реализацией установленных правил, а также определения и применения финансовых санкций и иных мер пресечения в случае нарушения установленных норм.

С принятием этого Закона был создан правовой механизм, содержащий нормы, не допускающие выпуск и обращение суррогатов ценных бумаг, безлицензионную и бесконтрольную деятельность участников рынка. Этот документ узаконил смешанную модель российского фондового рынка, при котором равные права получили как коммерческие банки, так и небанковские инвестиционные институты.

Закон регламентировал создание единой федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, а также сохранение ряда функций по регулированию ценных бумаг за Центральным банком РФ (банковские операции с ценными бумагами) и Министерством финансов РФ (государственные ценные бумаги).

Основным субъектом федеральной исполнительной власти, специально уполномоченным на регулирование от имени государства отношений на фондовом рынке, является Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) России. В связи с этим Указом Президента РФ от 1 июля 1996 г. № 1009 было утверждено Положение о ФКЦБ России. В соответствии с этим Положением Федеральная комиссия является федеральным органом исполнительной власти по проведению государственной политики в области фондового рынка, а также обеспечению прав инвесторов, акционеров и вкладчиков.

Федеральная комиссия принимает решения (в форме постановлений) по вопросам регулирования как самого рынка ценных бумаг, так и деятельности его профессиональных участников, саморегулируемых организаций профессиональных участников, а также по вопросам контроля за соблюдением законодательства Российской Федерации и нормативных актов о ценных бумагах.

Однако существующая сегодня система государственного контроля за соблюдением законодательства на рынке ценных бумаг работает неэффективно. ФКЦБ России выполняет главное — нормативное регулирование рынка ценных бумаг, построение инфраструктуры, а теперь с принятием Закона «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ применяет меры администра-

тивного воздействия к нарушителям законодательства. Контроль за выполнением установленных правил и условий функционирования фондового рынка, непосредственное применение административных санкций находятся главным образом в ведении региональных отделений ФКЦБ России. Но реальной защиты интересов инвесторов подобная структура не обеспечивает. Разделение и закрепление огромных территорий России всего за 15 региональными отделениями не позволяет обеспечить нормальный контроль за деятельностью участников рынка ценных бумаг. Поэтому отсутствие в Законе действенного механизма его реализации на всей территории России, а также его техническое несовершенство не могут решить всех проблем в сфере защиты прав инвесторов.

В общем виде рынок ценных бумаг можно определить как совокупность экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг. Фондовый рынок составляет большую часть рынка ценных бумаг, поэтому часто понятия рынка ценных бумаг и фондового рынка считают синонимами.

Фондовый рынок имеет государственную надстройку, не входящую в него рынок и состоящую из ряда государственных учреждений. Сам фондовый рынок состоит из профессиональных участников фондового рынка и саморегулируемых организаций.

Государственную надстройку фондового рынка образуют Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ имеет ранг федерального министерства); Центральный банк РФ (в части контроля за деятельностью кредитных учреждений на фондовом рынке); Министерство финансов РФ (в части выпуска и обращения государственных ценных бумаг); Министерство по антимонопольной политике и поддержке предпринимательства (устанавливает антимонопольные правила и осуществляет контроль за их использованием на рынке ценных бумаг); Госстрахнадзор (регулирует на рынке ценных бумаг деятельность страховых компаний).

ФКЦБ осуществляет общее и общесистемное предупреждение правонарушений на фондовом рынке, является основным, но не единственным государственным органом, администрирующим рынок ценных бумаг. Косвенное администрирование осуществляют также Министерство финансов и Центральный банк РФ.

Министерство финансов регистрирует выпуски ценных бумаг субъектов Федерации, органов местного самоуправления, осуществляет выпуски государственных ценных бумаг.

Центральный банк исполняет косвенное администрирование фондового рынка посредством регистрации выпусков ценных бумаг, эмитируемых кредитными организациями, а также выдачу лицензий банкам и кредитным организациям на право деятельности в качестве профессиональных участников фондового рынка. ФКЦБ, в свою очередь, осуществляет контроль за деятельностью кредитных организаций на фондовом рынке.

Регулирование фондового рынка происходит не только извне — государственными органами, но и изнутри — самими субъектами фондового рынка, посредством деятельности саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Саморегулируемые организации, устанавливая для своих членов формальные правила в ведении бизнеса, во многом способствуют проведению специальных предупредительных мероприятий, направленных на снижение количества правонарушений, в том числе уголовных.

Саморегулируемой организацией профессиональных участников рынка ценных бумаг именуется добровольное объединение профессиональных участников рынка ценных бумаг, действующее в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» и функционирующее на принципах некоммерческой организации.

Помимо саморегулируемых организаций рынок ценных бумаг образуют также иные субъекты рынка: фондовые посредники и организации, обслуживающие рынок.

Организации, обслуживающие рынок ценных бумаг, разделяются на организации, обеспечивающие заключение сделок, и организации, обеспечивающие исполнение сделок. К числу организаций, обеспечивающих заключение сделок, относятся: фондовые биржи, небиржевые организаторы торгов. Примером организации, производящей небиржевые торги на рынке ценных бумаг, является Российская торговая система (РТС).

К числу организаций, обеспечивающих исполнение сделок, относятся: расчетные центры (расчетные палаты, клиринговые центры), депозитарии и регистраторы.

В число субъектов рынка ценных бумаг входят также фондовые посредники: брокеры; дилеры; компании, осуществляющие доверительное управление ценными бумагами.

Брокерская, дилерская, а также деятельность по управлению ценными бумагами осуществляется на основании специального разрешения — лицензии, выдаваемой ФКЦБ или уполномочен-

ными ею органами на основании генеральной лицензии. Деятельность профессиональных участников рынка ценных бумаг лицензируется тремя видами лицензий: лицензией профессионального участника рынка ценных бумаг, лицензией на осуществление деятельности по ведению реестра, лицензией фондовой биржи.

Постановлением ФКЦБ от 19 сентября 1997 г. № 26 утвержден порядок лицензирования различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

Фондовый рынок — это сфера финансовых инвестиций, доход по которым предполагается не только от результатов работы и реализованной продукции, произведенной субъектами хозяйственной деятельности, но и за счет разницы котировок ценных бумаг в процессе их обращения тех же хозяйствующих субъектов.

Эти ценные бумаги представляют собой документы, удостоверяющие с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, которые могут быть осуществлены или переданы только при их предъявлении (ст. 142 ГК РФ). В то же время ст. 149 ГК РФ выделяет ценные бумаги в бездокументарной форме, фиксация прав, по которым осуществляется с помощью средств электронно-вычислительной техники либо иным образом лицом, получившим специальную лицензию.

Статья 143 ГК РФ к ценным бумагам относит: государственные облигации, облигации, векселя, депозитные и сберегательные сертификаты, банковские сберегательные книжки на предъявителя, коносаменты, акции, приватизационные бумаги и другие документы.

Существующие в современной мировой практике ценные бумаги делятся на два больших класса: основные ценные бумаги и производные.

Основные ценные бумаги — это ценные бумаги, в основе которых лежат имущественные права на какой-либо актив, обычно на товар, деньги, капитал, имущество, различного рода ресурсы и др.

Основные ценные бумаги в свою очередь можно разбить на две подгруппы: первичные и вторичные.

Первичные ценные бумаги основаны на активах, в число которых не входят сами ценные бумаги. Это, например, акции, облигации, векселя, закладные и др.

Вторичные ценные бумаги — это ценные бумаги, выпускаемые на основе первичных ценных бумаг, т. е. это ценные бумаги

на сами ценные бумаги (варранты на ценные бумаги, депозитарные расписки и др.).

Производная ценная бумага — бездокументарная форма выражения имущественного права (обязательства), возникающего в связи с изменением цены лежащего в основе данной ценной бумаги биржевого актива. К производным ценным бумагам относятся: фьючерсные контракты (товарные, валютные, процентные, индексные и др.) и свободно обращающиеся опционы.

Кроме перечисленных видов ценных бумаг, существует еще два вида первичных ценных бумаг: *закладные ценные бумаги на недвижимость* и *страховые полисы* различных типов (включая пенсионные, медицинские и др.). Порядок их выпуска и обращения в качестве ценных бумаг пока не определен российским законодательством.

Рынок ценных бумаг — это сфера, в которой происходит не только приумножение национального богатства, но и легализация (отмывание) преступных капиталов, способствующих развитию мошенничества, других форм криминальной деятельности.

Анализ подобных правонарушений, например в США, показывает, что несмотря на самую жесткую в мире систему контроля за фондовым рынком, по официальным данным, ежегодные убытки от финансового мошенничества оцениваются в сумме 200 млрд долл.

Очевидно, что мошенничеством и иными преступлениями в финансовой сфере наносится серьезный ущерб экономическим интересам как государства, так и частных инвесторов.

Так, по данным ГИЦ МВД России, суммарный материальный ущерб от преступлений, совершенных в кредитно-финансовой сфере в 1997 г., составил более 3 трлн неденоминированных рублей, в 1998 г. — 680 млн руб., а за первое полугодие текущего года превысил 2 млрд руб.

Однако эти цифры не в полной мере отражают подлинные размеры причиненного ущерба, поскольку учтенная преступность составляет лишь надводную часть айсберга. Невозможно, например, точно подсчитать ущерб, нанесенный преступлениями с использованием фиктивных авизо, векселей, а также связанных с деятельностью различных финансовых, инвестиционных, трастовых компаний. Так, в начале марта 1998 г. в УЭП ГУВД г. Москвы поступила оперативная информация о том, что некто, представившись Андреем Васильевичем Акудиновым, директором ООО «Новая Система», обратился в ООО «Инкварфотосервис» с предложением о продаже векселей Управления федерального казначейства РФ по Республике Северная Осетия

г. Владикавказ на общую сумму по номиналу 3 млн долл. Как было установлено, данные векселя Управлением федерального казначейства РСО в обращение не выпускались.

С целью документирования преступной деятельности, выявления его возможных соучастников и их задержания с поличным был разработан план оперативно-розыскных мероприятий. В рамках оперативного эксперимента представители московской фирмы стали вести с мошенниками переговоры об условиях сделки по продаже векселей.

25 марта 1998 г. сотрудниками УЭП ГУВД г. Москвы через подготовленную в качестве фирмы-«ловушки» коммерческую структуру было сделано предложение о покупке векселей, выпущенных государственными кредитными организациями различных регионов России. Приняв данное предложение, гражданин А. начал вести переговоры о продаже векселей по условиям сделки. После достижения договоренности об оплате и передаче векселей был разработан план по задержанию предполагаемых преступников. В указанный день в ходе проведения оперативно-розыскных мероприятий он был задержан с поличным. Вступив в преступный сговор с неустановленными лицами с целью присвоения денежных средств с использованием поддельного паспорта и печати ООО «Новая Система», фиктивных простых векселей Управления федерального казначейства РФ по Республике Северная Осетия г. Владикавказ в количестве 71 шт. номиналом 1 млрд руб. каждый, А. совершил покушение на мошенничество в крупном размере, направленное на завладение денежными средствами в размере 22 млн 200 тыс. деноминированных рублей, принадлежащих ООО «Инквар-фотосервис» г. Москвы.

Гражданин А. получил по заслугам. Наказание не обошло его стороной. Но, к сожалению, преступления, связанные с подделкой ценных бумаг, не единичны. По каждому из них ведется расследование, открываются уголовные дела и в конце концов мошенники наказываются в соответствии с указанной статьей УК РФ.

Правонарушения, совершаемые на фондовом рынке, условно можно разделить на три группы по степени их общественной опасности и юридической природе.

Первая — дисциплинарные проступки руководителей и сотрудников компаний, работающих на фондовом рынке. На этом уровне профилактическая работа должна вестись самими профессиональными участниками и их саморегулируемыми организациями. Так, в 1997 г. Дисциплинарным комитетом Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР)

было рассмотрено свыше 30 дел, по которым к дисциплинарной ответственности были привлечены работники 98 компаний. В 1998 г. в рамках НАУФОР создан Комитет коллективной безопасности с целью сбора, обобщения и проверки информации: о недобросовестности компаний, о правонарушениях, новых видах и способах мошенничества, а также о лицах, их совершивших.

Вторая группа — административные правонарушения, в том числе нарушение эмитентом порядка эмиссии; нарушение правил совершения и регистрации сделок; нарушение правил ведения реестра; отсутствие квалификационных аттестатов у специалистов; несоблюдение правил выпуска и обращения ценных бумаг; уклонение от предоставления обязательной отчетности; уклонение от раскрытия или публикации информации; отсутствие лицензий на инвестиционную деятельность; предоставление в лицензирующий орган недостоверных сведений. Предотвращение подобных действий находится в компетенции ФКЦБ и ее региональных отделений.

Например, только за прошлый год Московским региональным отделением ФКЦБ в производстве находилось более 130 дел, по большинству из них было вынесено решение о привлечении лиц к ответственности в соответствии с Законом г. Москвы от 11 июля 1997 г. № 17. «Об административной ответственности за правонарушения в сфере рынка ценных бумаг».

К *третьей группе* относятся преступления, которые выявляются и пресекаются непосредственно работниками правоохранительных органов.

Основная доля правонарушений, выявленных налоговыми органами в результате проверок деятельности объектов фондового рынка, приходится на занижение налогооблагаемой прибыли либо ее сокрытие, несвоевременное перечисление налога на операции с ценными бумагами и ряд других.

Имеющиеся в правоохранительных органах данные свидетельствуют о том, что практически во всех регионах России совершаются преступления с использованием ценных бумаг. Ввиду несовершенства правового регулирования некоторых направлений деятельности, а также слабого государственного контроля, рынок ценных бумаг оказался открытым для преступных посягательств. Преступники безнаказанно завладевают крупными суммами денег частных инвесторов, контрольными пакетами акций ведущих российских предприятий. Широкое распространение получили такие негативные процессы, как мошенничество, не-

контролируемый перелив «теневого» капитала в стратегически важные отрасли экономики, «отмывание» криминальных средств в процессе приватизации (акционирования) государственных предприятий, выпуск фальшивых (поддельных) ценных бумаг, фиктивное создание акционерных обществ, хищения денежных средств и ценных бумаг в фирмах-регистраторах (держатели реестров акционерных обществ) и в депозитарных конторах.

Общественная опасность этих преступлений заключается в огромном материальном ущербе и негативных социальных последствиях.

В структуре посягательств против собственности на рынке ценных бумаг на долю таких преступлений, как мошенничество, приходится более 60%. Анализ уголовных дел показывает, что в половине всех случаев мошеннических действий они совершались организованными преступными группами. В ряде случаев преступники действовали под видом официально созданных коммерческих организаций. Часто организаторы преступлений нанимали высококвалифицированных юристов, бухгалтеров, экономистов, брокеров, дилеров и других специалистов по ценным бумагам в качестве консультантов либо для соучастия в противоправной деятельности.

Изучение материалов правоохранительной деятельности на рынке ценных бумаг свидетельствует о высоком уровне латентности таких преступлений.

Основными способами совершения преступлений с использованием ценных бумаг являются:

- противоправное завладение ими и их дальнейшая реализация;
- изготовление и использование поддельных ценных бумаг;
- использование ценных бумаг, не обеспеченных материальными ценностями.

Наряду с этим государственные и корпоративные ценные бумаги (акции, облигации) могут использоваться в собственных интересах банками-держателями ценных бумаг, выставленных на продажу.

Отмечались случаи, когда мошенники, выступая в роли брокеров, принимали к продаже пакеты корпоративных ценных бумаг. В дальнейшем вырученные от продажи ценных бумаг деньги переводились ими на счета подставных лиц и присваивались. Такие действия имели место в отношении пакетов акций РАО «ЕЭС России», РАО «Газпром», АО «НК ЛУКойл».

Кроме того, на фондовом рынке выявляются преступления, связанные с деятельностью таких специализированных органов,

как депозитарии и регистраторы (хищение ценных бумаг из депозитария по поддельным доверенностям и платежным поручениям; проникновение в компьютерную сеть акционеров с целью хищения акций с реестра депозитария и др.).

Особенно большое число преступлений, наносящих огромный ущерб государству, связано с ростом вексельного обращения в стране. Обращение различного рода векселей как надежный способ замены «живых» денег и удобный метод укрытия доходов от государственного налогообложения занимает ныне прочное место на фондовом рынке. Кроме того, вексельный оборот является основным при расчетах в «теневом» секторе экономики при оплате неучтенной продукции и услуг. В большинстве регионов они практически замещают оборот наличных денежных средств.

На начало 1998 г. структура вексельного рынка была следующей: 77,5% векселей было выпущено в оборот предприятиями и организациями, 13% — коммерческими банками; 6% — органами исполнительной власти субъектов Федерации; 2% — Министерством финансов РФ.

По мнению независимых экспертов, объем корпоративных векселей превысил годовой объем производимого в России промышленного продукта в истекшем году. В широких масштабах векселя начали использоваться с 1994 г. различными трастовыми и инвестиционными компаниями с целью привлечения и изъятия денежных средств у физических и юридических лиц. Среди них только «Народная инвестиционная строительная компания», «Независимый нефтяной концерн» и другие уже причинили ущерб государству на сотни миллионов долларов.

Но вместе с тем векселя могут выпускаться банкротами, неплатежеспособными банками, предприятиями, фирмами. Как правило, такие векселя продаются в отдаленных районах, что затрудняет проверку финансово-хозяйственной деятельности векселедателя.

Кроме того, векселя могут выпускаться неюридическими лицами (филиалами, представительствами и т. п.), что дает возможность в дальнейшем уклоняться от их оплаты под предлогом превышения полномочий лиц, их подписавших.

Возможна также полная подделка векселей. В этом случае мошенники изготавливают точную копию бланка векселя от имени фирмы, выпускающей векселя. Затем с помощью сканера изготавливают передаточные надписи и продают их юридическим

и физическим лицам, которые, как правило, не могут получить по ним причитающиеся средства.

Преступники для проведения крупномасштабных мошеннических операций используют подлинные бланки векселей Сберегательного банка РФ, ксерокопии векселей Главного управления федерального казначейства Министерства финансов РФ.

В различных регионах периодически появляются фальшивые векселя на несколько миллионов каждый, выпущенные от имени коммерческих структур различных организационно-правовых форм.

Платеж по векселю может быть обеспечен посредством поручительства (авалья). Данное поручительство обычно дается банком как за векселедержателя, так и за каждого другого обязанного по векселю лица. В ряде случаев мошенники подделывают аваль. Встречались факты подделки авалей Сбербанка России, а также других банков.

Бланки векселей имеют высокую степень защиты. Они печатаются на бумаге высокого качества, содержащей водяные знаки и защитные волокна красного цвета. Краска, которой печатаются серия и номер, обладает магнитными свойствами.

Однако с развитием научно-технического прогресса, широким распространением компьютеров и другой оргтехники резко возросло изготовление поддельных ценных бумаг.

Для подделки используются типографская и копировально-множительная техника и капельно-струйные печатающие устройства.

Анализ материалов уголовных дел свидетельствует, что в большинстве случаев при совершении преступлений полностью изготавливались поддельные бланки либо вносились частичные подделки в находящиеся в обороте подлинные векселя.

Несмотря на высокую степень защиты векселей, подделки достигают значительного сходства с подлинниками.

Часть преступлений совершается с использованием похищенных подлинных бланков векселей, в которые вносятся заведомо ложные сведения об их выдаче и векселедержателях, представляются оттиски поддельных печатей.

В связи со значительным ростом преступлений, связанных с подделкой ценных бумаг, Правительство РФ 24 января 1995 г. приняло постановление № 78 «О неотложных мерах по предотвращению подделки бланков ценных бумаг, применяемых в Российской Федерации», в соответствии с которым производимые и вводимые в установленном порядке на территории Российской Федерации векселя подлежат экспертной оценке, а

также учету Министерством финансов РФ и Министерством внутренних дел РФ.

Предприятия и организации, имеющие лицензии Минфина России, представляют ежемесячно в этот орган по шесть экземпляров всех изготовленных бланков с приложением сертификата качества. По три экземпляра всех бланков ценных бумаг с приложением сертификатов качества остаются в справочно-информационном фонде Министерства финансов и по три экземпляра передаются в Министерство внутренних дел, где в Экспертно-криминалистическом центре (ЭКЦ МВД России) создан справочно-информационный фонд ценных бумаг, образцы которого используются для сравнения при проведении криминалистических исследований поддельных векселей и других ценных бумаг.

Бланки ценных бумаг, не учтенные в указанном порядке, являются недействительными.

Для успешной работы на вторичном рынке ценных бумаг необходимо обладать информацией о финансовом положении эмитентов векселей, условиях выпуска векселей и обращения, об их внешнем виде и реквизитах, о возможных подделках. «Финансовая газета» и другие печатные органы периодически помещают такую информацию.

Покупатели ценных бумаг на фондовом рынке могут обратиться в справочно-информационный фонд Министерства финансов, где за соответствующую плату проводят экспертизу ценной бумаги, определяют ее подлинность. В этом же справочно-информационном фонде по телефону можно получить информацию о существовании того или иного векселя и о его параметрах. Такими возможностями обладают и специалисты региональных филиалов Сбербанка России.

Другим способом определения подлинности векселей до их приобретения является обращение к эмитенту, выпустившему векселя, специалисты которого имеют возможность проверить их действительность.

Из практики известно, что необеспеченные векселя ни разу не принимались специализирующимися на работе с ценными бумагами структурами (банками, вексельными центрами, клиринговыми палатами и т. п.), где работают грамотные специалисты, хорошо разбирающиеся в конъюнктуре современного рынка ценных бумаг.

В целях предупреждения преступлений на фондовом рынке необходимо создание на государственном уровне автоматизированной системы банка данных, содержащей информацию об

участниках рынка ценных бумаг, их деловой активности, платежеспособности, правонарушениях и лицах, их совершающих. Такой опыт работы совместных баз данных правоохранительных и контролирующих органов имеется в странах с развитыми экономическими системами рыночного типа. Например, в Англии в 1993 г. была создана единая информационная сеть, обеспечивающая противодействие финансовому мошенничеству. Ее участниками являются только государственные финансовые и правоохранительные органы (комиссия по ценным бумагам, Банк Англии, полиция и др.). Данная сеть позволяет быстро обмениваться информацией о фактах мошенничества и более эффективно пресекать данные преступные действия.

Информационная система оперативного оповещения субъектов финансово-кредитной системы о совершаемых мошенничествах на фондовом рынке в настоящее время опробуется в рамках деятельности Национальной ассоциации участников фондового рынка.

Налаживание прямого взаимодействия, четкой организации действий между органами внутренних дел и субъектами государственных структур, осуществляющих регулирование и защиту рынка ценных бумаг, позволили эффективнее проводить предупредительные мероприятия. В качестве примера следует привести Соглашение о совместных действиях МРО ФКЦБ и ГУВД г. Москвы «О взаимодействии при осуществлении контроля за соблюдением законности на рынке ценных бумаг», аналогичное соглашение готовится к подписанию между ГУВД г. Москвы и НАУФОР.

Обобщение правоохранительной практики ОВД свидетельствует о том, что для эффективного предупреждения, выявления и раскрытия преступлений на рынке ценных бумаг аппаратам БЭП необходимо иметь оперативные позиции в базовых структурах фондового рынка, а также устанавливать доверительные отношения и тесное взаимодействие со специалистами в региональных комиссиях по ценным бумагам, департаментах финансов администраций, территориальных управлениях по антимонопольной политике, органах приватизации.

В действующем Уголовном кодексе имеется ряд статей, специально предусматривающих ответственность за действия, причиняющие вред (ущерб) участникам рынка ценных бумаг. Прежде всего к ним следует отнести ст. 185 УК РФ «Злоупотребления при выпуске ценных бумаг (эмиссии)», а также ст. 186 УК РФ «Изготовление или сбыт поддельных денег или ценных бумаг», которая предусматривает ответственность за незаконное

изготовление в целях сбыта или сбыт любых ценных бумаг, выраженных как в валюте Российской Федерации, так и в иностранной валюте.

Качественно новой в УК РФ является ст. 185 «Злоупотребления при выпуске ценных бумаг (эмиссии)», которая гласит, что «внесение в проспект эмиссии ценных бумаг заведомо недостоверной информации, а равно утверждение проспекта эмиссии, содержащего заведомо недостоверную информацию, или утверждение заведомо недостоверных результатов эмиссии, если эти деяния навлекли причинение крупного ущерба, — наказываются штрафом в размере от двухсот до пятисот минимальных размеров оплаты труда или в размере заработной платы или иного дохода осужденного за период от двух до пяти месяцев, либо обязательными работами на срок от ста восьмидесяти до двухсот сорока часов, либо исправительными работами на срок от одного года до двух лет».

Порядок выпуска (эмиссии) ценных бумаг регулируется Федеральным законом РФ «О рынке ценных бумаг».

Процедура эмиссии ценных бумаг включает следующие этапы: принятие эмитентом решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг, изготовление сертификатов ценных бумаг (для документарной формы выпуска), размещение эмиссионных ценных бумаг, регистрацию отчета об итогах выпуска. При этом когда происходит размещение эмиссионных ценных бумаг среди неограниченного (так называемая открытая или публичная эмиссия) или заранее известного круга владельцев, число которых превышает 500, а также в случае, когда общий объем эмиссии превышает 50 тыс. минимальных размеров оплаты труда, установленных законодательством Российской Федерации в соответствующий период времени, необходимо регистрировать проспект эмиссии. Ценные бумаги, выпущенные иностранными эмитентами, также допускаются к обращению или первичному размещению на рынке ценных бумаг России только после регистрации проспекта эмиссии в Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг.

Проспект эмиссии должен содержать данные об эмитенте, о его финансовом положении, сведения о предстоящем выпуске эмиссионных ценных бумаг. Подробный и исчерпывающий перечень данных и сведений, обязательно включаемых в проспект эмиссии ценных бумаг, указан в ст. 22 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

Проспект эмиссии представляется в государственный регистрационный орган в том случае, когда требуется регистрация

выпуска эмиссионных ценных бумаг. Не позднее 30 дней после завершения размещения эмиссионных ценных бумаг эмитент обязан представить отчет об итогах выпуска в государственный регистрационный орган. Последний рассматривает отчет об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг в двухнедельный срок и при отсутствии связанных с выпуском ценных бумаг нарушений регистрирует его, отвечая за полноту зарегистрированного им отчета (ст. 20 и 26 Федерального закона «О рынке ценных бумаг»).

Уголовная ответственность (ст. 185 УК РФ) за внесение в проспект эмиссии (в решение о выпуске) недостоверной информации может иметь место в случае, если ее недостоверность была очевидна для эмитента и именно такой характер этой информации повлек причинение крупного ущерба инвесторам. Злоупотребление при выпуске ценных бумаг считается повлекшим крупный ущерб, если совершение данного деяния существенно ухудшило финансово-экономическое состояние инвесторов. Субъектами этого преступления могут быть руководители и иные работники коммерческой организации, выпустившей акции или облигации, которые внесли в проспект недостоверную информацию.

Уголовная ответственность предусмотрена также за регистрацию выпуска эмиссионных ценных бумаг (проспекта эмиссии), содержащего недостоверную информацию, или за регистрацию отчета об итогах их выпуска, если недостоверность информации была очевидна виновному, а причиненный инвесторам крупный ущерб явился результатом такого рода информации. Субъектами этого преступления могут быть работники финансовых органов, Центробанка и других регистрирующих органов.

Должностные лица государственного регистрирующего органа, совершившие названные в ст. 185 УК действия за предоставленное материальное вознаграждение или имущественную выгоду, несут ответственность за получение взятки и за злоупотребление при выпуске ценных бумаг.

Уголовная ответственность установлена и за нарушение правил рекламирования эмиссии ценных бумаг, поскольку заведомо ложная реклама — акт недобросовестной конкуренции. Уголовная ответственность в этих случаях может возникнуть за преступление, предусмотренное ст. 182 УК РФ «Заведомо ложная реклама», когда ложный характер рекламы был очевиден виновному, он руководствовался корыстным мотивом приобретения преимуществ за счет ложной рекламы, чем причинил значительный ущерб потребителям и добросовестным конкурентам.

Субъектами данного преступления являются рекламодатели, в качестве которых обычно выступают руководители профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Другим типичным случаем нарушения законодательства по эмиссионным ценным бумагам является недобросовестное использование конфиденциальной информации об эмитенте и выпускаемых им ценных бумагах. В такой ситуации возможно привлечение к ответственности лиц, выполняющих управленческие функции в коммерческой организации — эмитенте ценных бумаг, по ст. 201 УК РФ «Злоупотребление полномочиями».

На фоне неплатежей и взаимных задолженностей между хозяйствующими субъектами Российской Федерации ценные бумаги становятся все более популярными на финансовом рынке и являются основным инструментом при взаиморасчетах.

Поэтому прогнозируемый рост указанных преступлений в ближайшие годы будет определяться дальнейшим формированием и развитием рынка ценных бумаг, внедрением безналичных расчетов, ориентированных на использование векселей и других ценных бумаг.

В целях локализации возможных негативных последствий на фондовом рынке страны необходимо самым тщательным образом отслеживать и прогнозировать складывающуюся ситуацию и с учетом ее развития предпринимать превентивные меры экономического, правового и управленческого характера.

6.2. Защита прав владельцев ценных бумаг

В гражданско-правовом регулировании оборота ценных бумаг важная роль принадлежит способам защиты прав их владельцев. Если следовать логике двойственной природы ценных бумаг, которая в той или иной степени признается всеми их исследователями, нельзя не признать, что ею же предопределяются и способы защиты прав, закрепляемых ценной бумагой¹.

Вещно-правовые способы защиты субъективных гражданских прав, закрепленные в ГК РФ, обычно сводятся к виндикационному и негаторным искам. Эти способы направлены на восстановление нарушенных вещных прав (права собственности и иные вещные права) в полном объеме и пресечение действий, их нарушающих. Решающим условием применения данных спо-

¹ Шаталов Л. Как защитить права на бездокументарные ценные бумаги // Рынок ценных бумаг. — 1996. — № 20.

сособ защиты является существование вещи как объекта данного права. По Д.В. Мурзину, вещно-правовые способы защиты не могут применяться к ценным бумагам как бестелесным вещам, поскольку это всегда вещи, определяемые родовыми признаками. Вещно-правовые способы защиты могут применяться только для вещей, индивидуально определенных¹.

Едва ли с такими рассуждениями можно согласиться. Степень индивидуализации вещи в обороте определяется не только свойствами этой вещи как таковой. Как заметил О.С. Иоффе, если оставить в стороне уникальные предметы, то можно сказать, что вещь становится индивидуально-определенной не только в силу ее естественных свойств, но и благодаря определенной форме использования этих свойств в конкретных условиях гражданского оборота. Индивидуально-определенная — это такая вещь, которая при установлении конкретного гражданского правоотношения выделяется из числа однородных вещей благодаря присущим ей специфическим признакам². Таким образом, с позиций защиты прав владельцев ценных бумаг, для этих объектов всегда найдется достаточно внешних свойств, чтобы идентифицировать нужную ценную бумагу из всех других вещей того же рода.

Виндикационный иск не может применяться в отношении бездокументарных ценных бумаг, поскольку они не имеют вещной формы выражения. Утрата сертификатов, подтверждающих права по таким ценным бумагам, никак не сказывается на правах их владельцев, поскольку решающим условием осуществления по ним прав остаются доказательства регистрации данных прав в специальном реестре (п. 2 ст. 142 ГК РФ), а эти сведения всегда можно восстановить, обратившись к реестродержателю. Таким образом, вещно-правовая защита прав владельцев бездокументарных ценных бумаг может осуществляться по отношению к держателю реестра. Ими могут быть предъявлены требования о внесении в реестр в качестве владельца ценной бумаги, о признании недействительной (аннулировании) записи в реестре ценных бумаг, о внесении изменений в реестр ценных бумаг.

Как иск об истребовании имущества из чужого незаконного владения виндикационный иск в основном может использоваться для защиты прав владельцев именных ценных бумаг, поскольку из всех ценных бумаг только они обладают необходи-

¹ См.: Мурзин Д.В. Ценные бумаги — бестелесные вещи — М., 1998. — С. 101.

² Иоффе О.С. Советское гражданское право — М., 1967 — С. 227.

мой и достаточной степенью индивидуализации. Именные ценные бумаги в силу ст. 301, 302, 305 могут быть истребованы от незаконного владельца. Однако за исключением случаев завладения ценной бумагой лица, уже зафиксированного в реестре в качестве ее владельца, цель виндикационного иска не будет достигнута, если именная ценная бумага истребована буквально как вещь, т. е. путем простого изъятия документа у незаконного владельца и передачи его законному владельцу. Ведь целью истребования ценной бумаги является возможность дальнейшего осуществления и передачи прав по ней.

По именной ценной бумаге это невозможно без легитимации записью в реестре или у депозитария, а по ордерной ценной бумаге — без указания имени уполномоченного лица на соответствующем документе. Поэтому при удовлетворении виндикационного иска в отношении именной ценной бумаги решением суда на держателя реестра (депозитария) должна быть возложена обязанность надлежащего оформления прав законного владельца бумаги. Держатель реестра и депозитарий могут привлекаться к участию в качестве третьих лиц, не заявляющих самостоятельных требований на предмет иска, на стороне ответчика (ст. 38 ГПК РСФСР и ст. 39 АПК РФ).

Вместе с тем для именных ценных бумаг существуют и иные способы восстановления вещных прав, вытекающие из особенностей правового положения ценных бумаг как объектов гражданских прав. Все именные ценные бумаги имеют подтверждение прав владельца в книгах записей должников. Так, права владельцев на эмиссионные ценные бумаги документарной формы удостоверяются сертификатами (если сертификаты находятся у владельцев), либо сертификатами и записями по счетам депо в депозитариях (если сертификаты переданы на хранение в депозитарии) — ст. 28 Закона «О рынке ценных бумаг». При этом утрата сертификата законным владельцем не влечет для него утраты прав по ценной бумаге. Равным образом незаконный переход сертификата к иному лицу не порождает для такого лица прав по данной ценной бумаге. В соответствии со ст. 29 Закона «О рынке ценных бумаг» права, закрепленные эмиссионной ценной бумагой, переходят к их приобретателю с момента перехода прав на эту ценную бумагу. Переход прав, закрепленных именной эмиссионной ценной бумагой, должен сопровождаться уведомлением держателя реестра, или депозитария, или номинального держателя ценных бумаг. При этом право на именную документарную ценную бумагу переходит к приобретателю в следующих случаях:

— при учете прав приобретателя на ценные бумаги в системе ведения реестра — с момента передачи ему сертификата ценной бумаги после внесения приходной записи по лицевому счету приобретателя;

— при учете прав приобретателя на ценные бумаги у лица, осуществляющего депозитарную деятельность, с депонированием сертификата ценной бумаги у депозитария — с момента внесения приходной записи по счету депо приобретателя.

Осуществление прав по именованным документарным эмиссионным ценным бумагам производится по предъявлении владельцем либо его доверенным лицом сертификатов данных ценных бумаг эмитенту. При этом необходимо совпадение имени (наименования) владельца, указанного в сертификате, с именем (наименованием) владельца в реестре.

Таким образом, недобросовестный приобретатель именной эмиссионной документарной ценной бумаги не сможет осуществить по ней каких-либо прав без внесения в нее либо в документы, удостоверяющие его личность, заведомо ложных сведений. В силу того, что подлог все-таки не исключается, для законного владельца таких бумаг должна быть законом предусмотрена процедура восстановления прав по утраченному сертификату. Это важно еще и потому, что исходя из буквального смысла ст. 29 Закона для осуществления своих прав по такой ценной бумаге владельцу необходимо предъявить эмитенту ее сертификат¹.

¹ Правда, в ст. 16 Закона сказано, что владелец или номинальный держатель именных эмиссионных ценных бумаг, выпущенных в документарной форме, может отказаться от получения сертификата. Факт выдачи или отказа от получения сертификата должен быть отражен в системе ведения реестра. Но неясно, каковы должны быть в этом случае последствия такого акта. Означает ли это, что для осуществления прав владельца в данном случае достаточно обращения к реестродержателю? В Законе об этом ничего не сказано. Однако иной вывод из данной нормы представлялся бы просто лишенным смысла. Действующее законодательство не содержит норм, препятствующих в таких случаях удовлетворению требований по ценным бумагам, поскольку личность владельца или номинального держателя легко может быть установлена по данным реестра. Статья 142 ГК РФ содержит специальную норму: «В случаях, предусмотренных законом или в установленном им порядке, для осуществления и передачи прав, удостоверенных ценной бумагой, достаточно доказательств их закрепления в специальном реестре (обычном или компьютеризованном)». Следовательно, предъявление сертификата для именных эмиссионных ценных бумаг не образует безусловное условие реализации заключающихся в них прав, если только соблюдены условия Закона об отказе от его получения.

Вместе с тем действующее законодательство такой процедуры не знает. В то же время, даже обладая сертификатом, собственник именных ценных бумаг не гарантирован от появления притязаний третьих лиц по тем же ценным бумагам. Владеть сертификатом может одно лицо, а значиться в реестре в качестве «зарегистрированного владельца» (и также владеть сертификатом) — другое. Это возможно при использовании подложного передаточного распоряжения, злоупотреблений со стороны реестродержателя и т. д. Здесь сертификат не будет иметь абсолютной доказательной силы. Он может рассматриваться судом в качестве одного из доказательств наряду с другими документами, в том числе с реестром владельцев ценных бумаг.

В сложившейся ситуации было бы уместно допустить выдачу дубликатов взамен утерянных сертификатов именных ценных бумаг на основании заявления зарегистрированного владельца, на что обращал внимание и М.М. Агарков, анализируя нормы Торгового уложения Франции. Однако легализация этого правила означала бы окончательное признание того факта, что приоритет при установлении владельца именных ценных бумаг принадлежит информации, содержащейся в реестре.

Законодательная норма о восстановлении именных ценных бумаг существует только для именных облигаций акционерных обществ. «Утерянная именная облигация возобновляется обществом за разумную плату» (абз. 8 п. 3 ст. 33 «Закона об акционерных обществах»), т. е. зарегистрированное лицо может получить сертификат на свои ценные бумаги в любое время и сколько угодно раз. Из правила о безусловном и беспрепятственном восстановлении сертификатов облигаций вытекает следующий вывод: наличие сертификата облигации не имеет решающего значения для легитимации управомоченного по именной облигации лица. Такая легитимация может достоверно осуществляться и на основе данных реестра облигационеров, а следовательно, в сертификате нет необходимости.

Виндикация предъявительских ценных бумаг и ордерных ценных бумаг с бланковым индоссаментом допускается действующим законодательством в исключительных случаях¹. В част-

¹ Примечательно, что в свое время Н.О. Нерсесов вообще выступал против допущения виндикации предъявительских ценных бумаг. Он объяснял свою позицию тем, что, во-первых, права требования виндицировать нельзя, во-вторых, запрет виндикации не нарушает интересов собственника, лишившегося бумаг, поскольку он сохраняет возможность предъявить иск из причинения вреда непосредственному нарушителю своих прав (Нерсесов Н.О. Указ соч. — С. 11).

ности, п. 3 ст. 302 ГК РФ говорит о том, что деньги, а также ценные бумаги на предъявителя не могут быть истребованы у добросовестного приобретателя. И хотя в ней ни слова не говорится об ордерных ценных бумагах, при наличии бланкового индоссамента они подпадают под режим ценных бумаг на предъявителя.

Негаторный иск, в собственном смысле слова, нетипичен для таких квазивещей, каковыми являются ценные бумаги. Однако вполне уместны и допустимы другие вещно-правовые способы, представляющие собой своеобразный синтез виндикационного и негаторного способов защиты. Например, иски о признании права собственности на ценные бумаги¹, которые могут быть предъявлены не только в отношении документарных ценных бумаг, но и бездокументарных, или иски о восстановлении прав по утраченным документам на предъявителя и ордерным ценным бумагам, а также требования о признании факта принадлежности правоустанавливающих документов.

Обязательно-правовые способы защиты применяются как в отношениях между управомоченными лицами (владельцами) и должниками по ценным бумагам, так и между собственниками (владельцами) и третьими лицами. В силу публичной достоверности, присущей ценным бумагам, действительным и единственным субъектом права по ценной бумаге является только то лицо, которое в законе названо субъектом прав, удостоверяемых ценной бумагой (ст. 145 ГК РФ). Никто другой не вправе требовать от должника исполнения. Действующим законодательством риски по ценным бумагам распределены так, что исполнение обязанности по ценной бумаге лица, отвечающего установленным формальным признакам, освобождает должника от ответственности, даже если это лицо не имело прав на ценную бумагу. А законный владелец, желая получить, например, дивиденды, может только предъявить получившему их незаконному владельцу иск о возврате неосновательного обогащения (ст. 1102 ГК РФ), а также о возмещении вреда (ст. 1064 ГК РФ),

¹ Указанный способ защиты далеко не все исследователи согласны считать вещно-правовым. Например, Д. В. Мурзин придерживается по этому поводу противоположной точки зрения (*Мурзин Д. В.* Указ. соч. — С. 86.). Между тем официальная позиция арбитражного суда, опирающегося на положения ст. 12 ГК РФ, исходит из того, что данным способом непосредственно защищаются право собственности, хозяйственного ведения и оперативного управления (см. п. 11 постановления Пленума ВАС РФ от 17 сентября 1992 г. // Вестник ВАС РФ. — 1996. — № 3. — С. 84—86).

но не как управомоченное ценной бумагой лицо, а по общим правилам гражданского права (как лицо, пострадавшее в результате нарушения его вещных прав).

Действующее гражданское законодательство предусматривает, наряду с вышеупомянутыми традиционными обязательственно-правовыми способами защиты прав владельцев ценных бумаг, еще один универсальный способ защиты прав граждан от неправомерных действий эмитентов ценных бумаг. Он закреплен в п. 3 ст. 835 ГК РФ, которая предусматривает, что если иное не установлено законом, последствия, сформулированные в п. 2 этой статьи, применяются также в случаях: привлечения денежных средств граждан и юридических лиц путем продажи им акций и других ценных бумаг, выпуск которых признан незаконным; привлечения денежных средств граждан во вклады под векселя или иные ценные бумаги, исключающие получение их держателями вклада по первому требованию и осуществление вкладчиком других прав, предусмотренных правилами гл. 44 ГК РФ. Пункт 2 данной статьи предусматривает, что вкладчик может потребовать немедленного возврата суммы вклада, а также уплаты на нее процентов, определенных в ст. 395 ГК РФ, и возмещения сверх суммы процентов всех причиненных вкладчику убытков. Но обязательство, возникающее в этом случае, все же нельзя считать разновидностью деликта, как это делает, например, Д.В. Мурзин. По нашему мнению, данный способ защиты представляет собой частный случай ничтожной сделки, предусмотренной ст. 169 ГК РФ.

Глава 7. Информационное обеспечение рынка ценных бумаг

7.1. Финансовая информация в деловой прессе

Информация, касающаяся ценных бумаг и сделок с ними, приводится ежедневно в большом количестве зарубежных изданий: в газетах, бюллетенях, журналах. Объем данных, публикуемых в ведущих национальных изданиях, а также в деловых изданиях крупных городов, как правило, достаточен для оперативного анализа. Так, в США специальные разделы, содержащие статистическую и аналитическую информацию, публикуют газеты «Нью-Йорк Таймс», «Вашингтон Пост», «Лос-Анджелес Таймс» и многие другие. Еще более подробные сведения о фондовых, фьючерсных и опционных рынках, сопровождаемые аналитическими обзорами, приводят периодические издания деловых кругов — «Уолл Стрит Джорнал», «Файненшл Кроникл» и др.

Многочисленные аналитические статьи и заметки по отдельным составляющим рынка ценных бумаг регулярно публикуются ведущими банковскими инвестиционными компаниями (брокерскими фирмами) и объединениями инвесторов.

И наконец, наиболее полную информацию, характеризующую рынки ценных бумаг и финансовое состояние ведущих эмитентов акций, облигаций, варрантов и т. д. по состоянию за последний год и в исторической ретроспективе, можно найти в солидных справочных изданиях, из которых наиболее известны справочные компании «Стандарт энд Пул» («*Standard and Poor*») и «Мудис Инвесторз Сервисиз» («*Moody's Investors Services*»).

Информация по акциям. Среди многочисленных таблиц, характеризующих текущую конъюнктуру рынка ценных бумаг, наибольший интерес инвесторов по праву привлекает информация о биржевых котировках акций. Это вполне объяснимо, поскольку, *во-первых*, акции были и остаются одним из наиболее распространенных и популярных среди индивидуальных инвесторов видов ценных бумаг и, *во-вторых*, именно в рамках биржевого оборота обращаются ценные бумаги компаний, определяющих деловое лицо любой страны.

В качестве примера рассмотрим структуру биржевой таблицы, где приводятся данные так называемых композитных сделок Нью-Йоркской фондовой биржи. Таблица «Сделки Нью-Йоркской фондовой биржи» («*New York Stock Exchange Transactions*») показывает совокупность сделок купли-продажи акций на всех фондовых биржах США: Нью-Йоркской, Американской, Тихоокеанской, Филадельфийской, Бостонской, а также на биржах Среднего Запада и биржи в Цинциннати. Фондовые биржи страны объединены между собой электронной компьютерной сетью «Инстинет» («*Instinet*»), которая позволяет получать оперативную информацию о всей совокупности биржевых сделок.

Указанные данные сводятся воедино и ежедневно публикуются Национальной ассоциацией фондовых дилеров США.

Колонки биржевых котировок строятся определенным образом и содержат следующую информацию (см. табл. 7.1).

Таблица 7.1

New York Stock Exchange Transactions

Wednesday, May 3, 2000

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
52 weeks		Stock	Div	Yld, %	P/E	Vols 100's	Hi	Lo	Close	Net Chg
High	Low									
48 1/2	32	Boeing	0,56	1,5	15	32 008	38 3/16	36 13/16	37 1/4	-11/16
167 15/15	99 13/16	Geneles	1,64f	1,1	46	54 022	160	154 9/16	156 3/16	-4 11/16

Каждый из столбцов таблицы является носителем данных, определяющих решение инвестора о покупке, продаже или сохранении пакета акций определенной компании.

Цифры, отражающие курсы акций в приведенной биржевой таблице, приведены в определенных стоимостных единицах (в данном случае в долларах США). Как видно из примера, биржевые котировки обычно фиксируются на основе дробных величин. Как правило, это одна восьмая денежной единицы. Установление курсов «шагом» в одну восьмую денежной единицы имеет глубокие исторические корни. Оно восходит к тем временам, когда «валютой валют» считался испанской реал, или «восьмерик», делившийся на восемь более мелких частей.

Для акций, которые продаются по цене один доллар и выше за акцию, имеются семь пунктов, выраженных в дробях. Для акций, которые продаются по цене ниже одного доллара за ак-

цию, допускаются более дробные пункты. В практике США и Канады курсы дешевых акций иногда устанавливаются также с «шагом» в одну шестнадцатую или даже в одну тридцать вторую доллара. Наименьший дробный пункт, признаваемый комиссионной шкалой Нью-Йоркской фондовой биржи, составляет 1/256 пункта. В действительности лишь немногие акции продаются по цене ниже одного пункта и ни одна из них не продавалась за 1/256 пункта. В настоящее время большинство бирж устанавливает минимальные различия по акциям с низкой котировкой в 1/32 пункта, хотя они и оставляют за собой право при необходимости изменять величину этих минимальных изменений для определенных акций. На практике размер минимальных различий применяется, прежде всего, к правам на покупку акций, которые часто продаются с долями пунктов (см. табл. 7.2).

Таблица 7.2

Перевод дробных долей курса акций в центы

Дробные доли	1/32	1/16	1/8	2/8 (1/4)	3/8	4/8 (1/2)	5/8	6/8 (3/4)	7/8
Центы	3,13	6,25	12,5	25	37,5	50	62,5	75	87,5

1	52 Weeks High	Максимальный курс акции, зарегистрированный за последние 52 недели
2	52 Weeks Low	Минимальный курс акции, зарегистрированный за последние 52 недели

Так, поскольку датой представленной таблицы является 3 мая 2000 г., значит, наивысший курс компании «Boeing», достигнутый в течение 52 недель, предшествовавших этой дате, был равен 48 1/2 долл. за штуку. Данные за день публикации таблицы при расчете значения этой колонки не учитываются, они входят в таблицу следующего дня.

Колонка «Low» показывает наименьший курс, по которому акции компании «Boeing» продавались в течение предшествующего биржевого года.

С левой стороны от первой колонки часто можно увидеть различные значки, объясняющие изменения, произошедшие с данными акциями. Короткая стрелка вверх обозначает новый максимум цены за 52 недели, а короткая стрелка вниз — новый минимум цены за 52 недели. Буква «n» указывает, что акция была выпущена в течение последних 52 недель.

Значение первой колонки состоит в том, что она показывает положение цены акции на данный день при сопоставлении с последними месяцами. Некоторые полагают, что эта информация позволяет определить текущую «силу» или «слабость». Данная колонка также четко обозначает самые высокие и низкие показатели для этих акций в течение года. И наконец, эта колонка может использоваться для сравнения динамики данных акций по отношению к остальной части рынка. Если акции достигли своего самого низкого показателя, в то время как многие достигают своих самых высоких показателей, то инвесторы могут извлечь пользу из данного сопоставления.

3	Stock	Название компании, данные по которой приводятся
---	--------------	---

Название фирмы всегда дается в аббревиатуре. Расшифровка биржевых аббревиатур по котирующимся в биржевом обороте и части внебиржевых акций публикуется в специальных справочниках и имеется во всех брокерских фирмах.

Помимо сокращенного названия компании третий столбец биржевых котировок часто несет дополнительную аналитическую информацию, представленную отстоящими от аббревиатуры на один пробел буквами.

Приведем некоторые наиболее распространенные из них:

1) «pr» — preferred stock — указывает, что данная акция является привилегированной;

2) «rt» — right — указывает, что речь идет о торговле правами на вновь эмитируемые акции;

3) «s» — split — указывает, что в рассматриваемый период (52 недели) произошло дробление акций компании на более мелкие; например, взамен акций с номиналом в 100 долл. за штуку компания выпустила акции с номиналом в 50 долл. за штуку, соответственно удвоив их количество;

4) «wt» — обозначает варранты компании, находящиеся в обращении и продающиеся отдельно от ее других ценных бумаг;

5) «un» — обозначает наличие комбинации ценных бумаг, продажа которых осуществляется в комплекте.

4	Div	Дивиденд, выплачиваемый в течение года
---	------------	--

Дивиденд является суммарным, поскольку прогнозируется на год, тогда как выплата дивиденда осуществляется фирмами по частям, ежеквартально, реже — каждые полгода.

Дивиденд всегда показывается в денежных единицах, в нашем примере — в долларах. Он никогда не приводится в процентах и представляет собой годовой дивиденд. Если рядом с ожидаемым дивидендом стоит буква «а», это означает, что компания помимо

регулярного дивиденда объявила о выплате дополнительного дивиденда. Размеры дополнительной выплаты обычно объявляются позже. Пометка «*f*» означает годовую ставку дивиденда, увеличенную по последним заявлениям компании.

Если компания не может выплачивать дивиденд держателям акций в течение какого-то времени, в колонке дивидендов композитной биржевой таблицы ставится прочерк.

Колонка дивидендов представляет наибольший интерес для инвесторов, поскольку именно доходность акций выступает основным мотивом их приобретения. Кроме того, от размеров дивиденда непосредственно зависит курс акции, а следовательно, возможность ее прибыльной перепродажи в будущем.

Однако во многих случаях данные о дивидендах приводятся в биржевых сводках на основании весьма приблизительных оценок. Точное указание размера дивиденда компании является скорее исключением, чем правилом, и становится возможным лишь в том случае, если компания на протяжении длительного периода времени стабильно выплачивает один и тот же дивиденд на акции. В иных случаях дело обстоит значительно сложнее.

В оценке размера дивиденда учитывается момент составления таблицы. Предположим, что прогноз дивиденда делается для биржевых сводок во втором квартале данного года. Некая компания в течение предшествующего календарного года четыре раза выплатила дивиденды на акцию в следующих размерах: 0,5 долл.; 0,5 долл., 0,75 долл. и 1,25 долл. Кроме того, за первый квартал данного года дивиденд составил 1 долл.

Возникает вопрос: как оценить суммарный дивиденд компании на данный календарный год?

При подготовке таблицы можно использовать как минимум четыре варианта оценки, каждый из которых имеет свои достоинства и недостатки.

1. Указывается прогнозный дивиденд на данный календарный год, ориентируются на суммарный дивиденд за прошедший биржевой год, т. е. за последние четыре квартала. В этом случае в колонке появится цифра 3,5 долл. ($0,5 + 0,75 + 1,25 + 1 = 3,5$).

2. Указывается прогнозный дивиденд на данный год, ориентируются на прошедший календарный год. В этом случае показатель дивиденда будет равен 3 долл. ($0,5 + 0,5 + 0,75 + 1,25 = 3,0$).

3. Указывается дивиденд, выплаченный в первом квартале нынешнего календарного года, с оговоркой, что это единственно реальная цифра на настоящий момент. В этом случае в колонке 3 появится дивиденд, равный 1 долл.

4. Экстраполируются данные за первый квартал на весь год, т. е. дивиденд за первый квартал умножается на четыре. Дивиденд равен 4 долл.

Очевидно, что степень точности прогноза в каждом из четырех случаев далека от желаемой. Тем не менее именно такие данные лежат в основе большинства биржевых прогнозов. Если бы дело просчитывалось абсолютно точно, содержащие существенный элемент непредсказуемости игры на понижение или повышение курсов спекулянтов стали бы невозможны. Всякий прогноз относителен по определению. Для фондового рынка возможность неточного прогноза определяется правилами игры.

Указание дивиденда требует различных пояснений, чтобы охватить длинный список допущений и корректировок ставок дивидендов. Они включают выплаты в иностранной валюте, дополнительные дивиденды или дивиденды, выплаченные акциями, корректировку с учетом дробления акций, дивиденды, выплачиваемые при ликвидации, и пропущенные дивиденды. Ссылка на разъяснительные сноски обычно дается в виде буквы после указанной суммы дивиденда в долларах.

Котировка акций дается «плоской». Это выражение обозначает, что покупатель не платит ничего сверх цены за накопленные дивиденды. Считается, что ожидаемые дивиденды отражаются в цене. Это отличается от большинства сделок с облигациями, в которых покупатель платит за любой процент, накопленный к дате покупки.

5	Yld, %	Норма дивиденда (доходность)
---	--------	------------------------------

Данная колонка показывает норму распределяемой на акцию прибыли, или норму дивиденда. Норма дивиденда рассчитывается делением дивиденда на курс акций компании. При расчете этого показателя в таблице в качестве показателя курса компании обычно используется курс по последней сделке дня или курс закрытия биржи (столбец 10). Так, по акциям компании «Boeing» прогнозируемый к выплате дивиденд составляет 0,56 долл. Курс акций на момент закрытия биржи равен 37 1/4 долл., что дает норму дивиденда 1,5%.

В зависимости от степени неточности приведенного годового дивиденда, выплаченного наличными, неточной будет и доходность, выраженная в процентах. Анализ доходности усложняется, если дивиденды выплачиваются в виде акций или другими специальными распределениями.

Доходность, выраженную в процентах, нельзя путать с доходностью, ожидаемой акционерами на свои инвестиции, которая обычно включает ожидаемое увеличение стоимости акций, а также поступления дивидендов, выплаченных наличными. Однако доходность, выраженная в процентах, может быть полезна при сопоставлении одних акций с другими или акций с некоторыми другими инструментами, например облигациями.

6	P/E	Отношение курса акций и чистого дохода на одну акцию
---	-----	--

Этот столбец является одним из наиболее важных и информативных для инвестора и аналитика. Он показывает соотношение курса акций и чистого дохода, приходящегося на одну акцию. В качестве цены акции выступает курс на момент закрытия биржи в день, предшествующий публикации таблицы. В биржевой сводке он приводится в колонке 10.

При калькуляции величина чистого дохода компании на акцию обычно берется из ее ежеквартальных отчетов и рассчитывается за биржевой год либо за календарный. Полученный результат делится на количество выпущенных компанией акций.

Соотношение курса акций и чистого дохода компании, приходящегося на акцию, показывает степень отрыва фиктивного капитала от реального.

Для оценки величины отрыва фиктивного капитала от реального в биржевой прессе на регулярной основе публикуются показатели усредненного или «нормального» соотношения курса акции к чистому доходу. В качестве примера можно привести такие данные по рынку США (см. табл. 7.3).

Таблица 7.3

Усредненное отношение курса к чистому доходу акции в экономике США в 1970—1980-е годы

Годы	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
P/E	16,7	18,3	19,1	12,2	7,3	11,7	11,0
Годы	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
P/E	8,8	8,3	7,4	9,1	8,1	10,2	12,4
Годы	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
P/E	10,0	13,7	16,3	15,1	12,2	12,8	13,2

Показатель P/E иногда рассматривается в качестве показателя стоимости акций, но нужно быть очень осторожным при рассмотрении всех допущений. Высокий показатель P/E может отражать оптимизм покупателей и в то же время быть результатом исключительно низкого показателя прибыли. Низкий показатель может указывать на временное снижение цен, а также на

неуверенность в способность компании поддерживать свою прибыль или на ожидание некоторого «разводнения» капитала.

Некоторые инвесторы при анализе этого показателя используют средний показатель для акций группы компаний, например, тех, которые составляют средние показатели курсов акций промышленного индекса Доу-Джонс.

7	Vols 100's	Число сделок по продаже акций партиями по 100 штук
---	-----------------------------	--

Из табл. 7.1 можно сделать вывод, что в течение 3 мая 2000 г. на фондовых биржах США перешли из рук в руки 32 008 лотов акций компании «Boeing».

В общем количестве сделок с ценными бумагами, ежедневно регистрируемых на бирже, имеет общую тенденцию к возрастанию. Так, если в 80-е годы среднее дневное количество акций, переходивших из рук в руки на биржах США, колебалось около цифры 100 млн шт., то в 60-е годы эта цифра составляла всего 5 млн шт.

Пики активности приходятся обычно на периоды биржевых крахов. Например, максимальное число сделок с акциями, зарегистрированное на Нью-Йоркской фондовой бирже, за 150 лет ее существования было совершено в октябре 1929 г. — 16,4 млн шт. Рекорд был превзойден лишь в 1968 г. — 20,4 млн шт.

С тех пор этот рекорд перекрывался неоднократно. А в период биржевого краха 20 октября 1987 г. количество акций, перешедших в течение дня от продавцов к покупателям, превысило 608 млн шт.

Рекорд дневной торговли акциями одной компании был поставлен в июне 1984 г., когда были проданы и куплены свыше 100 млн акций нефтяной компании «Superior Oil».

8	Hi	Максимальный курс продажи в течение торгового дня
9	Lo	Минимальный курс продажи в течение дня
10	Close	Курс при закрытии торговли
11	Net Chg	Изменение курса при закрытии по сравнению с предыдущим днем

В большинстве таблиц акций имеются четыре дневные цены. Цена открытия представляет собой цену первой продажи в течение дня независимо от времени, когда она была совершена (сейчас обычно не публикуется). Наивысшая цена является самой высокой ценой, по которой были проданы акции в течение рабочего дня биржи. Цены акций, которые при закрытии отклонились от цены закрытия этих акций предыдущего дня более чем на 5% вверх или вниз, печатаются жирным шрифтом. Цена закрытия, или «последняя» цена, является ценой последней

продажи в течение торгового дня независимо от того, произошла она в конце дня или нет.

Завершающая колонка биржевой таблицы «*Net change*» отражает изменение курса акций по сравнению с предшествующим днем биржевой торговли. Для большинства акций — это разница в курсе закрытия данного и предшествующего дня торговли. Но для менее ходовых акций, не являющихся объектом ежедневных сделок, они могут представлять изменения за несколько дней или недель, а иногда даже за месяц. Эта разница указывается цифрами со знаками «+» или «-», что означает повышение и понижение курса закрытия. Так, в табл. 7.1 курс акций компании «*Boeing*» по сравнению с предшествующим днем упал на 11/16 долл., а курс акций компании «*Geneles*» упал на 4 11/16 долл.

В таблицах акций указываются и другие статистические данные по торговле акциями. Помимо текущих котировок финансовые публикации предлагают большое количество информации в виде таблиц, которые некоторые инвесторы считают интересными и полезными. Так, для многих инвесторов весьма важным является показатель процентной доли всех эмиссий акций, купля-продажа которых осуществляется каждый день или еженедельно. Поэтому многие издания дают суммарную информацию за один день, неделю и более длительные периоды времени о показателях эмиссий, которые продаются на фондовом рынке США.

Ежедневная статистика позволяет определить размер рынка, сопоставить повышение цен с их падением, объем повышения с объемом падения, показать количество новых самых высоких и самых низких показателей, установленных к этому дню в течение последних 52 недель, и количество партий проданных акций.

Для инвесторов, заинтересованных в получении информации о минимальной активности, существуют списки, показывающие цены спроса и предложения на акции, по которым не было совершено никаких сделок в течение дня или более продолжительного периода. Как правило, такой список состоит из привилегированных или только что выпущенных акций. «*The Wall Street Journal*» каждый понедельник печатает список таких акций, по которым не было совершено никаких сделок в течение предыдущей недели.

Информация по облигациям. Рынок облигаций является еще одной популярной сферой инвестирования, поэтому в деловой печати публикуется довольно много информации, ориентирующей инвесторов в текущей ситуации на национальном и международных облигационных рынках.

Приводятся котировки по облигациям как корпоративных, так и некорпоративных эмитентов. Облигации котируются

в пунктах, но пункт в них равен не 1 долл., как для акций, а 1%. Это сводит все облигации, независимо от их номинальной стоимости, к обычному показателю цен. Все облигации котируются так, как если бы они имели номинальную стоимость 100 долл., хотя большинство корпоративных облигаций имеют номинальную стоимость 1000 долл. (см. табл. 7.4).

Таблица 7.4

Котировки облигаций корпораций

Bonds	Cur Yld	Vol	Close	Net Chg
AMR 9s06	9,0	10	55 1/8	-7/8
AirbF 6 3/4 01	7/9	56	84 1/2	+1/2

Колонка «*Bonds*» представляет компанию, выпустившую облигации, и показывает условия облигации. Например, «*AirbF 6 3/4 01*» означает, что облигация выпущена компанией «Эрбас индастри Франс» со ставкой купона 6 3/4% и сроком погашения в 2001 г.

Колонка «*Cur Yld*» показывает текущую доходность данной облигации. «*Vol*» содержит показатель объема торговли данной облигацией в торговый день, «*Close*» обозначает цены облигации при закрытии торговли, а «*Net Chg*» — изменение цены закрытия по сравнению с предыдущим днем.

Цена облигации, выраженная показателем 55 1/8, означает 55,125% номинала, что для облигации номиналом в 1000 долл. будет составлять 551,25 долл. Для всех облигаций кроме правительственных на рынке США дробные пункты облигаций начинаются с 1/8 и заканчиваются 7/8; более мелкие пункты не используются для обозначения изменений в цене.

По облигациям федерального правительства котировки даются дробными пунктами до 1/32.

Котировки торговли государственными ценными бумагами США представлены в табл. 7.5.

Таблица 7.5

Облигации и ноты Казначейства США

Rate	Maturity Mo/Yr	Bid	Asked	Chg	Ask Yld
6 5/8	May00n	100,02	100,04	-1	0,91
9	Jun01	101,08	101,10	-1	3,30

Колонка «*Rate*» показывает ставку купона, «*Maturity*» — срок погашения (месяц и год), котировка «*Bid*» — цены покупателей, «*Asked*» — цены продавцов. Значок «*n*» рядом со сроком погашения указывает, что это не облигации, а ноты, т. е. средне-срочные обязательства. Показатель «*Chg*» представлен долями с 1/32, а вся общая доходность («*Ask Yld*») приводится к погашению и базируется на котировке продавца.

Современный финансовый рынок отличается высокой степенью интернационализации, поэтому обзоры деловой прессы практически всегда содержат информацию о ситуации на мировых финансовых рынках, и прежде всего на рынке облигаций. Так, в табл. 7.6 приведена форма данных о выпусках облигаций с постоянной ставкой, публикуемых в финансовой печати.

Выпуск облигаций с постоянной ставкой

Таблица 7.6

	Issued	Bid	Offer	Change	Yield
U.S dollar straights					
Belgium 5 1/2 03	1000	93 1/4	94	-1/8	6,67
Canada 6 7/8 05	1500	96 1/4	96 7/8	-3/8	7,01
China 6 1/2 04	1000	95 7/8	96 1/8	-1/8	7,39
Matsushita Elec 7 1/4 02	1000	102 3/8	102 5/8	-1/4	6,84

Из таблицы следует, что инвестор мог приобрести, например, номинированные в долларах США облигации Бельгии с купонной ставкой 5 1/2% и со сроком погашения в 2003 г. или облигации японской компании «Мацусита электрик» с купонной ставкой 7 1/4% и сроком погашения в 2002 г. Каждый из этих видов облигаций был выпущен («*Issued*») общим номиналом 1000 млн долл. Бельгийские облигации покупались («*Bid*») по курсу 93 1/4% от номинала, а продавались («*Offer*») по курсу 94% номинала. Изменение средней цены бельгийских облигаций за день («*Change*») составило -1/8% номинала, а их доходность к погашению («*Yield*») исходя из цены — 6,67% годовых.

Данные о выпуске облигаций с переменной ставкой приведены в табл. 7.7.

Выпуск облигаций с переменной ставкой

Таблица 7.7

	Floating Issued	Rate Bid	Notes Offer	C. cpn
Canada -1/4 00	2000	99,73	99,80	5,2500
Ontario 0 00	2000	100,13	100,22	5,500
Dresdner Finance 1/32 00 DM	1000	99,98	100,05	3,1602

Из таблицы видно, что на текущий момент можно было приобрести облигации Канады со сроком погашения в 2000 г. и минимальной ставкой купона, установленной на 1/4% годовых меньше базовой ставки по шестимесячным кредитам в долларах США, выпущенные общим номиналом 2000 млн долл. США; облигации канадской провинции Онтарио со сроком погашения в 2000 г. и минимальной купонной ставкой, равной базовой ставке по шестимесячным кредитам в долларах США, выпущенные общим номиналом в 2000 млн долл. США; облигации банка «*Dresdner Finance*» со сроком погашения в 2000 г. и минимальной ставкой купона, превышающей на 1/32% базовую ставку по шестимесячным кредитам в долларах США, выпущенные общим номиналом 1000 млн нем. марок.

В графе «*C. cpn*» («*Current coupon*») приведены значения текущей купонной доходности в виде годовой ставки процентов.

В некоторых случаях данные по торговле государственными облигациями публикуются также в виде, приведенном в табл. 7.8.

Таблица 7.8

Цены государственных облигаций Government Bonds

	Coupon	Red Date	Price	Day's change	Yield	Week ago	Month ago
Australia	6,750	11/06	95,3110	+0,200	7,43	7,35	7,42
Canada	7,000	12/06	101,8800	-0,070	6,73	6,59	6,50
UK Gilts	8,000	08/07	103,08	-18/32	7,02	6,94	7,17
	7,500	12/01	100,01	-7/32	7,49	4,38	7,71
	9,000	12/06	110,29	-9/32	7,58	7,46	7,71
US Treasury	6,500	10/06	98,30	-13/32	6,65	6,54	6,34
	6,500	11/26	94,23	-3/32	6,92	6,82	6,59

В графе «*Red Date*» приводится дата выплаты купона по форме «месяц/день». Дробная часть цен («*Price*») облигаций Великобритании («*UK Gilts*») и США («*US Treasury*») дается как количество 32 долей процента, облигации остальных стран — в десятичном виде.

Информация по фьючерсным контрактам. Вид котировальной таблицы фьючерсного контракта зависит от особенностей актива и от биржи, поэтому цены на различные финансовые инструменты будут выглядеть по-разному. Финансовые фьючерсные контракты являются весьма популярным инструментом, существуют на многих рынках. В целом информация по фьючерсным контрактам на ценные бумаги включает три группы активов:

— фьючерсные контракты на государственные долгосрочные и среднесрочные ценные бумаги;

- фьючерсные контракты на краткосрочную процентную ставку;
- фьючерсные контракты на фондовые индексы.

Колонки биржевых котировок строятся определенным образом и содержат следующую информацию:

- «Open» — цена первой сделки, заключенной в период официального открытия рынка.
- «High» — самая высокая цена сделки в этот день.
- «Low» — самая низкая цена сделки в этот день.
- «Settle» — итоговая цена, обычно определяемая по формуле с использованием ряда цен в период закрытия торговли (например в последнюю минуту).

Итоговая цена определяется комитетом биржи и предназначается для определения стоимости фьючерсного контракта на закрытие торговли. Как таковая расчетная цена не обязательно является ценой последней сделки данного дня, иногда она может находиться даже вне дневного уровня колебания цены.

«Change» — изменение итоговой цены, произошедшее по сравнению со вчерашним днем. Точнее, это сегодняшняя итоговая цена за вычетом вчерашней итоговой цены. Данное изменение может быть как положительным, так и отрицательным.

«Lifetime High/Low» — высшая и низшая цены данного контракта, зарегистрированные с момента открытия торговли данным контрактом.

«Open Interest» — число открытых контрактов на момент закрытия в предыдущий торговый день.

Так, в таблице по облигациям Казначейства США (см. табл. 7.9) открытая позиция по июньским контрактам составляет 460 860 контрактов в конце торгового дня 2 мая, а открытая позиция по всем позициям — 474 356 контрактов.

«Volume» — показатель общего количества контрактов, заключенных в течение дня.

Объем торговли по отдельным контрактам в таблице не приведен, но объем всех контрактов на казначейские облигации на 3 мая составляет 220 000 контрактов, тогда как объем в предыдущий день 2 мая равнялся 239 598 контрактам.

Данные по открытой позиции и объему торговли обычно отстоят от котировок на один день. И хотя в этот день общая открытая позиция превышала общий объем торговли, между ними не обязательно есть связь. Оба показателя изменяются каждый

день, причем в любой момент; объем торговли может быть больше или меньше открытой позиции.

Таблица 7.9

Котировки цен процентных фьючерсных контрактов

Wednesday, May 3, 2000

	Open	High	Low	Settle	Change	Lifetime		Open Interest
						High	Low	
TREASURY BONDS (CBT) — \$100,100; pts 32nds of 100%								
June	95,26	96,02	94,21	95,25	-1,02	99,28	88,22	460,860
Sept	95,15	95,23	94,15	94,18	-1,02	99,24	88,19	11,160
Est vol 220,000, vol. Tue 239,598; open int 474,356, +6,170								

Котировки цен на фьючерсные контракты по процентным ставкам отличаются большей сложностью. Так, для казначейских билетов, казначейских облигаций и других купонных инструментов рынка США цены котируются в процентах от паритета, что соответствует практике наличного рынка.

Каждый процентный пункт подразделяется на 32 части, или «пи́па». $1/32$ является минимальным колебанием цены, или «тиком». Тридцать вторые доли часто опускаются в публикациях, поэтому цена 95,26 означает 95 26/32 долл. США (95,8125 долл.) за 100 долл. номинальной стоимости.

Иная ситуация сложилась на рынке краткосрочных инструментов, таких, как казначейские векселя. На дилерском рынке казначейские векселя котируются на базе скидок; это значит, что котировки даются в процентах дохода (см. табл. 7.10). Покупатели здесь заинтересованы в покупке при самом высоком уровне дохода, а продавцы — в продаже при самом низком. Поэтому на дилерском рынке предложения покупателей на векселя выше, чем предложения продавцов. Например, наличная сделка на 90-дневные векселя может котироваться 6,52 (покупатель)/6,50 (продавец). Это означает, что покупатель согласен купить вексель, если он получит по нему доход 6,52% в год, а продавец готов заплатить 6,50% годовых.

Когда в 70-х годах разрабатывался фьючерсный контракт на казначейские векселя, это стало проблемой, так как фьючерсные торговцы привыкли к тому, что предложения покупателей ниже цен продавцов. Для соответствия традиции Чикагская товарная биржа, впервые предложившая такой контракт, разработала механизм котирования этих фьючерсных контрактов, названный ИММ индекс, который базируется на разнице между текущим доходом по векселям и 100,00. Так, вексель, дающий

доход 8% годовых, будет иметь котировку 92,00 (100,00 - 8,00). 1% изменения дохода векселя эквивалентен изменению на 1,00 пункт ИММ индекса. Данный метод используется для фьючерсных контрактов на все финансовые инструменты, которые выпускаются на базе скидки.

Таблица 7.10

**Котировки фьючерсных контрактов
по казначейским векселям США
Wednesday, May 3, 2000**

Open	High	Low	Settle	Change	Discount Settle Chg	Open Interest
TREASURY BILLS (CME) — \$1 mil.; pts. of 100%						
June 94,00	94,02	93,98	93,99	—	6,01	704
Est vol 63; vol. Tue 10, open int 704, -5						

Как видно из табл. 7.10, в данный день котировки июньских фьючерсов на казначейские векселя колебались от 94,00 (цена открытия) до максимальной 94,02 и минимальной 93,98. Итоговая котировка в этот день составила 93,99 и, согласно приведенным в таблице данным, данный итог не изменился по сравнению с предыдущим днем. В колонке «Discount Settle Chg» приведен итоговый доход по данному контракту (6,01), который рассчитывается по формуле: $100 - \text{итоговая котировка} (100 - 93,99 = 6,01)$. Как и итоговая котировка, показатель дохода не изменился по сравнению с предыдущим днем.

Информация по опционным операциям. Сделки с опционами на ценные бумаги и фьючерсные контракты — операции, весьма распространенные на всех фондовых рынках. Поэтому многие деловые издания приводят подробные данные об объемах таких операций и сложившемся уровне цен.

В качестве примера рассмотрим котировальную таблицу по операциям с опционами на ценные бумаги, публикуемую в газете «The Wall Street Journal» (см. табл. 7.11).

Таблица 7.11

**U. S. Listed options quotations
Thursday, May 4, 2000**

Option	Strike	Exp.	Call		Put	
			Vol.	3 pm	Vol.	3pm
AT&T	40	Jun	7873	2 5/8	2729	3 3/8
Alcoa	60	May	1041	4 1/4	4	7/8

В первом столбце таблицы приводятся названия компаний, колонка «*Strike*» содержит информацию о цене столкновения опциона, «*Exp.*» — дату истечения опционов. Далее отдельно приводятся данные по опционам на покупку («*Call*») и опционам на продажу («*Put*»): объем операций («*Vol*») и премия («*3 pt*»), данные по которой приводятся на 15.00.

7.2. Фондовые индексы

В настоящее время в различных странах существует довольно много индексов, основанных на котировках акций. Некоторые из них стали важными индикаторами состояния финансового рынка. Практически все индексы имеют некоторые общие черты. Индекс, или средний показатель курса акций, основывается на определенном списке эмиссий. Обычно в этот список входят ценные бумаги от 15 до 30 различных эмитентов. Индексы, как правило, имеют отраслевую специфику, т. е. в один индекс подбираются акции промышленных компаний, в другой — транспортных, в третий — компаний коммунального хозяйства и т. п. По каждой из таких групп компаний рассчитываются и публикуются отдельные средние показатели курсов, которые и составляют определенный фондовый индекс. Метод расчета индекса заключается в сложении дневных курсов акций и делении этой суммы на выбранный делитель. Типичный индекс не является взвешенным, т. е. в нем не учитывается значение компании-эмитента на рынке или в экономике конкретной страны, но существуют и взвешенные индексы.

Основной проблемой при расчете и публикации индекса является обеспечение непрерывности (сопоставимости) значений временного ряда показателя. С течением времени компания, рассчитывающая индекс, может столкнуться с определенными проблемами: необходимостью замены акций одной компании другими, увеличения или уменьшения количества эмиссий в индексе или корректировки в связи с дроблением акций, входящих в состав индекса. В таких случаях делается соответствующий пересчет, а в деловой прессе публикуются данные о произведенных заменах. Эти меры позволяют обеспечить преемственность информации и доверие к индексу.

Фондовые индексы могут иметь национальный или международный характер. Первоначально на финансовых рынках формировалась система национальных индексов, а затем с развитием

процесса международного инвестирования возникла необходимость в формировании индексов международного характера.

По структуре все фондовые индексы можно разбить на три группы. В *первую группу* входят индексы, в которые включаются все акции, котируемые в определенной торговой системе. Это может быть биржа или электронная торговая сеть. В качестве примера можно привести индексы Нью-Йоркской фондовой биржи и индекс Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (НАСДАК). *Вторую группу* составляют индексы, в состав которых акции отбираются специально с целью отражения отраслевой специфики либо других аспектов фондового рынка. Такими являются промышленный индекс Доу-Джонса и английский индекс FT-SE30. В *третью группу* входят индексы, на основе некоторого объективного показателя, например капитализации. В качестве примера такого индекса можно привести индексы американского фондового рынка Wilshire Indexes и Russell Indexes.

Вероятно, самым известным из фондовых индексов является группа индексов компании **Dow Jones**. Эти средние показатели компаний рынка США были разработаны Чарльзом Доу, основателем компании «*Dow Jones Company*» и издателем газеты «*The Wall Street Journal*». Он вошел в историю как создатель теории средних показателей курсов акций. Впервые индекс Доу-Джонса был рассчитан в 1884 г. по 11 акциям железнодорожных компаний, которые в то время являлись основными ценными бумагами на биржах. Этот индекс, называемый теперь транспортным индексом Доу-Джонса, в своей основе имеет 20 акций компаний, представляющих различные отрасли транспорта США.

Первый индекс промышленных компаний включал 12 акций и был составлен в 1897 г. Как и транспортный индекс, он рассчитывался простым сложением курсов и делением на число акций в индексе. Позже список был расширен до 20, а затем и до 30 компаний. Это число остается неизменным и до настоящего дня. Все средние показатели индексов Доу-Джонса основываются только на ценах первичного рынка акций, а не на сложных (производных) ценах.

Список эмиссий, входящих в тот или иной индекс, неоднократно пересматривался. Например, по состоянию на 1 ноября 1999 г. в индекс промышленных компаний входили следующие акции:

AT&T Corp.	Home Depot, Inc.
Allied-Signal, Inc	Intel Corp.
Alcoa, Inc.	International Business Machines Corp.
American Express Co.	International Paper Co.
Boeing Co.	Johnson & Johnson
Caterpillar, Inc.	McDonald's Corp.
Citigroup, Inc.	Merck & Co., Inc.
Coca Cola Co.	Microsoft Corp.
Walt Disney Co.	Minnesota Mining & Manufacturing Co.
Du Pont E I De Nemours & Co.	Morgan J. P. & Co., Inc.
Eastman Kodak Co.	Philip Morris Companies, Inc.
Exxon Corp.	Procter & Gamble Co.
General Electric Co.	SBC Communications, Inc.
General Motors Corp.	United Technologies Corp.
Hewlett Packard Co.	Wal-Mart Stores, Inc.

В ноябре 1999 г. в состав индекса было добавлено четыре компании («Intel», «Microsoft», «Home Depot», «SBC Communications»). При этом компании «Intel» и «Microsoft» стали первыми компаниями системы НАСДАК, которые были включены в индекс.

Популярность индексов Dow Jones объясняется целым рядом причин: *во-первых*, это старейшие из индексов, которые рассчитываются уже более века; *во-вторых*, они наиболее известны и широко публикуются. Но кроме того, популярность этим индексам создает и то, что они служат основой теории Доу, которую многие инвесторы используют для построения формул и расчета схем операций с ценными бумагами.

Хотя термины средний показатель (average) и индекс (index) часто употребляются как синонимы, с технической точки зрения, индексы являются более чистыми методами измерения изменений уровня цен на акции по сравнению со средними показателями. Особенно это отличие проявляется при длительном наблюдении за фондовым рынком. Заключается оно в том, что каждый из индексов имеет свой базовый период, средние же показатели представляют собой взвешенное или невзвешенное среднее арифметическое значение курсов группы акций.

Индексы обычно взвешиваются одним из нескольких методов, самым распространенным из которых является умножение числа выпущенных акций каждой компании на их цену. В расчете индекса учитываются акции многих компаний, причем с помощью использования точных статистических формул устраняются статистические недостатки, присущие средним показателям.

телям. В результате индексы оказываются чрезвычайно полезными в измерении изменений рынка в целом. В то же время у инвесторов индексы пользуются меньшей популярностью, чем средние показатели.

Известными и популярными являются также **индексы компании «Standard & Poor's»**. Эта компания рассчитывает и публикует серию индексов с различной степенью охвата рынка. Наиболее известным из них является индекс «*Standard & Poor's 500*», являющийся комбинацией других рассчитываемых компанией индексов. Этот индекс состоит из индекса акций: 385 промышленных компаний, 15 транспортных, 56 финансовых и 44 коммунальных компаний. В целом учитываемые в индексе акции представляют компании 86 отраслей. Индекс основан на стоимостной базе, равной 10, которая была установлена в 1941—1943 гг. Весами при его расчете служат количества выпущенных каждой из учитываемых компаний акций. Как и средние индексы Dow Jones, он выражается в пунктах, а не в долларах и центах. Особую солидность придает индексу то, что он включает акции, представляющие около 80% рыночной стоимости всех акций, котируемых на Нью-Йоркской фондовой бирже. В то же время в состав индекса входят и акции предприятий, котирующихся на внебиржевом рынке, поэтому динамику индекса принимают во внимание многие специалисты фондового рынка, особенно институциональные инвесторы. Индекс «*Standard & Poor's 500*» является базой фьючерсного контракта.

Составной индекс Нью-Йоркской фондовой биржи (NYSE Composite Index) публикуется с 1966 г. и включает более 1500 обыкновенных акций, продаваемых на бирже. При расчете индекса акции делятся на четыре группы: промышленные, коммунального хозяйства, финансовые и транспортные. Индекс является составным по всем группам, хотя публикуются и отдельные отраслевые индексы. Взвешивается по капитализации, т. е. изменение цены на данный вид акций влияет на величину индекса пропорционально рыночной стоимости всего выпуска таких акций. Отдельные индексы по группам исчисляются в пунктах, а составной индекс представляется в долларах и центах. Данный индекс также лежит в основе фьючерсного контракта.

Индекс рыночной стоимости AMEX публикуется с 1973 г. и измеряет совокупную рыночную стоимость котируемых на Американской фондовой бирже обыкновенных акций, расписок и warrants. Особенностью калькуляции индекса AMEX является учет выплаченных дивидендов в виде одного из его слагаемых. На той же бирже был разработан и с 1980 г. введен

Основной индекс рынка АМЕКС — это взвешенный по ценам средний курс 20 наиболее популярных акций промышленных компаний, котируемых на Американской бирже. Разработан он как аналог индекса Доу-Джонса. Этот индекс лежит в основе фьючерсного контракта Чикагской товарной биржи.

Индекс «Value Line» — это среднее арифметическое курсов приблизительно 1700 акций, обращающихся на Нью-Йоркской и Американской фондовых биржах и вне их.

Индекс курсов акций «Wilshire 5000» строится на базе большего числа акций, чем какой-либо другой из приведенных индексов. В нем представлены все более или менее ликвидные обыкновенные акции в США. Индекс появился в 1974 г. и публикуется многими периодическими изданиями.

Индексы внебиржевого рынка NASDAQ публикуются с 1986 г. Существуют как отраслевые индексы, так и составные, учитывающие продаваемые через внебиржевой рынок NASDAQ акции более чем 4300 компаний. Составной индекс NASDAQ, как и другие индексы, является основой фьючерсного контракта.

Как правило, национальные индексы одной страны имеют определенную степень корреляции друг с другом. В качестве примера можно привести данные о корреляции американских индексов акций (см. табл. 7.12).

Таблица 7.12

Корреляция американских индексов акций

(на основе месячных изменений курсов с 1.06.1988 по 1.04.1993 гг.)

	S&P500	Dow Jones	NASDAQ	AMEX	Wilshire	Value Line	Russell 2000	NYSE
S&P500	1,00							
Dow Jones	0,96	1,00						
NASDAQ	0,84	0,80	1,00					
AMEX	0,85	0,83	0,90	1,00				
Wilshire 5000	0,99	0,95	0,91	0,90	1,00			
Value Line	0,89	0,87	0,96	0,95	0,94	1,00		
Russell 2000	0,80	0,79	0,97	0,93	0,88	0,97	1,00	
NYSE	1,00	0,96	0,86	0,87	0,99	0,91	0,83	1,00

Из таблицы видно, что коэффициенты корреляции довольно высоки, но различаются между собой. Причинами этого являются следующие факторы: степень охвата рынка в том или ином

индексе; относительный вес, приписываемый отдельным акциям; используемый метод усреднения.

Фондовые рынки других стран также рассчитывают свои индексы. Это могут быть биржевые индексы либо индексы, разработанные аналитическими и консультационными компаниями.

Инвесторы-резиденты обычно предпочитают свои национальные индексы. Некоторые из таких индексов приведены в табл. 7.13.

Таблица 7.13

Национальные фондовые индексы

Страна	Биржа (город)	Индекс
США	Нью-Йоркская фондовая биржа	NYSE Composite, Standard & Poor's 500\$ Dow Jones Industrial
	Американская фондовая биржа	AMEX Composite Index
	Внебиржевой рынок	Nasdaq Composite, Nasdaq 100
Япония	Токио	Nikkei Average, TOPIX
Великобритания	Лондон	FT-SE30, FT-SE100, FT-SE Mid250
Канада	Торонто	TSE
	Монреаль	Monreal Industrial
Гонконг	Гонконг	Hang Seng
Сингапур	Сингапур	Straits Times
Австралия	Сидней	All Ordinaries
Нидерланды	Амстердам	AEX Index
Франция	Париж	CAC 40
Германия	Франкфурт	FAZ, DAX
Швейцария	Цюрих	Swiss Mkt Index

В Японии существуют два основных индекса. Один из них (**Tokyo Stock Price Index (TOPIX)**) был разработан Токийской фондовой биржей (ТФБ) и включает все акции первой секции Токийского фондового рынка, представляющие наиболее распространенные и активно торгуемые акции крупнейших японских корпораций. Второй индекс — **Nikkei 225 Stock Average** — разработан и публикуется аналитической фирмой «*Nihon Keizai Shimbun, Inc*». В его состав включены 225 крупнейших компаний первой секции ТФБ.

На фондовом рынке Великобритании также рассчитывается и публикуется ряд индексов. Лондонская фондовая биржа публикует индексы **FT-SE30** и **FT-SE100**, в состав которых входят соответственно 30 и 100 крупнейших компаний английского фондового рынка. Публикуются также индексы, разработанные

издательским домом «Файненшл Таймз» и Институтом актуариев. Всего разработаны 54 индекса ФТА, охватывающих различные секторы экономики. Сводный индекс этой группы включает более 700 акций.

На германском рынке важнейшими индексами являются **индекс Франкфуртской фондовой биржи DAX**, включающий 30 наиболее торгуемых акций, и **индекс FAZ**, публикуемый газетой «*Frankfurter Allgemeine Zeitung*», в который входят 100 крупнейших компаний.

Аналогичная ситуация наблюдается и на других фондовых рынках.

Обычно значения индексов определяются как средневзвешенные по рыночной стоимости акций включенных компаний, но имеются и индексы с равными весами компаний (в США — «*Dow Jones Industrials*», в Японии — «*Nikkei*»).

В последние годы в результате усиления тенденций международного инвестирования некоторые финансовые институты разработали международные индексы акций. Они характеризуются охватом либо **международного рынка акций** в целом, либо **региональных и национальных рынков**. Так, компания «*Morgan Stanley Capital International*» (*MSCI*) публикует следующие индексы:

- мировой — 1500 акций из 22 стран,
- европейский — 600 акций,
- по Европе, Австралии и Дальнему Востоку (EAFE) — 1000 акций.

Эти индексы учитывают около 60% капитализации каждого рынка.

Британская газета «*Financial Times*» публикует фондовые индексы для основных национальных, региональных и мирового рынков (FT/S & P Actuaries World Indices), рассчитываемые совместно FTSE International и Standard & Poor's. Региональные индексы рассчитываются для следующих регионов (в скобках указано число учитываемых компаний):

- Америки (823),
- Европы (726),
- северных стран (151),
- Тихоокеанского региона (874),
- Евро-Тихоокеанского региона (1600),
- Северной Америки (768),
- Европы без Великобритании (515),
- Тихоокеанского региона без Японии (394),
- мирового рынка без США (1813),
- мирового рынка без Японии (1987).

Для каждого индекса приводятся:

- значения в долларах США, фунтах стерлингов, японских иенах, немецких марках и национальной валюте;
- изменения в процентах по отношению к предыдущему дню торгов индекса в долларах США и национальной валюте;
- среднее значение дивиденда.

Индексы FT/S & P Actuaries основаны на данных около 2500 акций и учитывают более 70% капитализации каждого рынка. Существуют и другие международные фондовые индексы. Так, с 1987 г. крупнейшие брокерские фирмы «*Salomon Brothers*» и «*Frank Russell*» публикуют индексы Salomon/Russell Global Equity Index. Союз швейцарских банков (Union de Banques Suisses — UBS) вычисляет региональные и мировой индексы на основе значений основных национальных индексов. Банк «*Credit Swiss First Boston*» также рассчитывает международные индексы, публикуемые в «*Euromoney*».

Анализируя степень применения национальных и международных индексов в аналитической работе, можно отметить ряд интересных моментов. С одной стороны, многие частные международные инвесторы предпочитают национальные фондовые индексы международным, таким, как MSCI или FT, поскольку они учитывают большее количество национальных ценных бумаг, вычисляются в реальном масштабе времени, имеются в электронных информационных системах и публикуются каждое утро в газетах. С другой стороны, институциональные инвесторы часто предпочитают международные индексы, поскольку они вычисляются стандартным образом и позволяют сравнивать различные национальные рынки, а их значения имеются в одном информационном центре. Кроме того, многие институциональные инвесторы осуществляют долгосрочные инвестиции и им не требуются ежеминутные значения фондовых индексов национальных рынков.

На российском фондовом рынке рассчитываются и публикуются индексы РТС, консультационного агентства «Акции, консультации и маркетинг» (индексы АК & М), газеты «Москоу таймс» (*MT Index*) и некоторые др.

Рыночные индексы существуют и для **рынков облигаций**. Такие индексы используются меньше, чем индексы рынков акций, поскольку цены облигаций сильно коррелированы с изменением процентных ставок. Тем не менее вычисляются и публикуются индексы общей доходности облигаций, учитывающие накопленный процент. Подобные индексы позволяют сравнивать различные рынки облигаций по их сегментам (видам облигаций) и

валютам. Для оценки текущего состояния рынка облигаций индексы вычисляются ежедневно. При оценке качества существующего портфеля облигаций индексы, как правило, вычисляются на месячной или квартальной основе.

Существуют два подхода к вычислению индексов облигаций. При первом используется небольшая выборка активно торгуемых облигаций, при втором рассматриваются все облигации данного рынка. Первый подход применяется обычно для вычисления ежедневных индексов, второй — для ежемесячных.

Несколько организаций рассчитывают и публикуют индексы облигаций для основных национальных рынков и рынка еврооблигаций. Так, «*Salomon Brothers*» публикует ежедневные индексы облигаций для основных рынков облигаций, учитывающие движение цен и начисленный доход. Ежемесячно такие индексы публикуются в журнале «*Euromoney*». «*Lombard Odier & Cie*» публикуют ежедневно в «*The Wall Street Journal Europe*» международные индексы облигаций. Форма таких публикуемых данных приведена в табл. 7.14.

Таблица 7.14

Международные индексы облигаций

Bond	Value	Chg	Yld	Chg
Domestic Issues				
23 Swiss Bonds	190,41	+0,14	2,80	-0,01
15 German Bonds	286,45	+0,71	4,61	-0,41
15 Dollar Bonds	356,00	-0,01	6,24	+0,01
Eurobond Issues				
18 Swiss Bonds	211,42	+0,20	2,79	-0,03
20 D-Mark Bonds	277,31	+0,47	4,65	-0,03
18 Dollar Bonds	391,84	-0,09	6,33	+0,01

Каждый индекс рассчитывается по гипотетическому портфелю, включающему, например, 23 вида швейцарских облигаций. При расчете индексов за 100% принимается величина соответствующего портфеля на конец 1982 г. Стоимость портфеля («*Value*») основана на текущей стоимости облигаций плюс доход от реинвестирования начисленных процентов. Из приведенных данных видно, что при увеличении стоимости портфеля (росте курса облигаций) его доходность к погашению уменьшается.

Индексы облигаций рассчитываются и публикуются в финансовой печати, некоторыми банками и другими организациями.

Кроме указанных индексов существует огромное количество средних показателей и индексов цен акций, которые рассчитываются биржами, финансовыми компаниями и агентствами. Многие из них публикуются на финансовых страницах деловых изданий (например в разделе «Банк данных фондового рынка» газеты «*The Wall Street Journal*»).

7.3. Рейтинги ценных бумаг

Ценные бумаги различных эмитентов отличаются по степени надежности, прибыльности и ликвидности. Сопоставление относительных показателей качества той или иной бумаги на фондовом рынке осуществляется путем присвоения этим бумагам рейтинга (security rating) — разряда, категории, указывающей на инвестиционное качество.

Особенно широко присвоение рейтингов используется на рынке облигаций, где на этом специализируются четыре концерна, достигшие в данной области заметных успехов и мировой известности, — компании «*Duff and Phelps Credit Rating Co.*» (D&P), «*Fitch Investors Service*», «*Moody's Investors Service*» и «*Standard & Poor's Corporation*». В табл. 7.15 приведены обозначения, используемые данными компаниями при присвоении рейтингов.

Таблица 7.15

Рейтинги корпоративных облигаций

Moody's	S&P	Fitch	D&P	Краткое определение
1	2	3	4	5
Облигации инвестиционного уровня: высокая кредитоспособность				
Aaa	AAA	AAA	AAA	Наивысшее качество, максимум надежности
Aa1	AA+	AA+	AA+	Очень высокий уровень, высокое качество
Aa2	AA	AA	AA	Уровень верхней середины
Aa3	AA-	AA-	AA-	
A1	A+	A+	A+	
A2	A	A	A	Уровень нижней середины
A3	A-	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	BBB+	
Baa2	BBB	BBB	BBB	Уровень нижней середины
Baa3	BBB-	BBB-	BBB-	

1	2	3	4	5
Облигации неинвестиционного уровня с чертами спекулятивных: низкая кредитоспособность				
Ba1	BB+	BB+	BB+	Низкий уровень, спекулятивные
Ba2	BB	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	BB-	
B1	B+	B+	B	Высокоспекулятивные
B2	B	B		
B3	B-	B-		
Облигации неинвестиционного уровня, преобладающе спекулятивные: существенный риск или невозможность выполнения платежных обязательств				
Саа	CCC+	CCC	CCC	Существенный риск, плохое финансовое положение
Са	CCC-	CC		
С	CC	CC		Невозможность выполнения платежных обязательств, сверхспекулятивные
	С	С		
	СI			
		DDD		Еще более спекулятивные, чем предыдущие Доходные облигации, проценты не выплачиваются Невыполнение обязательств
		DD	DD	
	D	D		

Из приведенных выше рейтингов наиболее известными являются рейтинги «*Moody's*» и «*Standard & Poor's*».

Впервые введенные в 1909 г. рейтинги ценных бумаг вызвали большой интерес у инвесторов, однако реакция многих компаний была резко негативной. По мнению многих эмитентов, их рейтинги были занижены, что повлекло снижение цены на их ценные бумаги. Однако в настоящее время очень часто инициатива определения рейтинга принадлежит самому эмитенту, поскольку без него его ценные бумаги не найдут спроса на рынке.

Различные категории инвесторов, как мелких, так и крупных, учитывают рейтинги при формировании портфелей инвестиций. Брокерские компании внимательно изучают рейтинги и информируют о них своих клиентов. Во многих случаях рейтинги используются и государственными органами, регулирующими банковскую и фондовую деятельность.

При подготовке рейтингов агентства пользуются разными источниками информации, и прежде всего такими официальными и первичными, как годовые и квартальные отчеты компаний и сведения, передаваемые в государственные органы контроля фондового рынка.

Конкретная методика присвоения рейтингов агентствами не раскрывается, но известно, что их подходы к оценке имеют и общие черты, и отличия. Так, рейтинги «*Moody's Investors Service*» представляют собой долгосрочные оценки, показывающие надежность облигаций в низшей точке экономического цикла, и не меняются в зависимости от изменений экономической ситуации. Корректировка производится только в том случае, если изменяются фундаментальные факторы, определившие рейтинг. Помимо статистического анализа специалисты «*Moody's*» учитывают долгосрочные отраслевые тенденции. В целом у данного агентства нет единой формулы для присвоения рейтинга, и основное значение имеет суждение специалистов агентства.

Рейтинги агентства «*Standard & Poor's*» устанавливаются на основе статистической обработки информации, с учетом экономических и рыночных тенденций. За определение рейтинга агентство берет плату с эмитента в размере 0,03% от объема эмиссии.

Агентство «*Duff & Phelps*» отличается чрезвычайно детализированной системой рейтинговых оценок. Кроме того, его внутренние правила разрешают персоналу эмитентов напрямую встречаться с членами комитета по присвоению рейтингов. «*Duff & Phelps*» берет плату как с эмитентов, так и с инвесторов, интересующихся рейтингами.

Применение рейтингов для оценки **акций** используется значительно реже. В этой сфере специалистами являются «*Standard & Poor's Corporation*» и «*Value Line Investment Survey*». Но даже специалисты этого дела признаются, что присвоение рейтинга акциям не всегда является квалифицированным, поскольку сами по себе акции к этому не приспособлены. Акции неустойчивы в цене, не имеют гарантированного дохода и т. д. В итоге агентство «*Standard & Poor's Corporation*» оценивает качество акций только на основе двух факторов — прибыли корпорации и размеров дивидендов.

В целом все акции подразделяются по рейтингу на семь групп, первая из которых соответствует высшему инвестиционному качеству, а последняя — низшему (см. табл. 7.16).

Рейтинги акций агентства «Standard & Poor's Corporation»

Рейтинг	Описание
A+	акции высшего инвестиционного уровня
A	акции хорошего инвестиционного уровня
A-	акции инвестиционного уровня выше среднего
B+	акции среднего инвестиционного уровня
B	акции инвестиционного уровня ниже среднего
B-	акции низкого инвестиционного уровня
C	акции самого низкого инвестиционного уровня

При оценке **привилегированных акций** учитывается прежде всего стабильность дивидендных выплат и доходность самих акций. Шкала «*Standard & Poor's Corporation*» представляет собой семь групп, в которых рейтинг AAA — высший уровень качества, AA — высокий уровень, A — надежные бумаги, BBB — среднее качество, BB — качество ниже среднего, B — спекулятивные бумаги, C — бумаги, близкие по своим качествам к ненадежным.

На российском рынке серьезная рейтинговая деятельность не ведется, а составляемые различными участниками рынка списки компаний и ценных бумаг представляют собой лишь статистику фондового рынка, подобранную по определенному показателю. Причиной этого является неготовность, а также нежелание отечественных эмитентов нести расходы по проведению анализа их деятельности сторонними специалистами. В тех же случаях, когда речь идет о размещении ценных бумаг отечественных эмитентов на зарубежных фондовых рынках, они обращаются к услугам международных рейтинговых агентств.

В целом рейтинги имеют и достоинства, и недостатки. К последним, прежде всего, относятся субъективность суждений специалистов рейтинговых агентств, частый пересмотр рейтингов и ряд других. Поэтому рейтинги нельзя рассматривать в качестве рекомендации на покупку или продажу тех или иных ценных бумаг, но используемые вместе с другими методами анализа фондового рынка они являются полезной информацией для инвесторов.

Глава 8. Методы финансового анализа при принятии инвестиционных решений

8.1. Фундаментальный анализ рынка

Фундаментальный анализ изучает движение цен на макроэкономическом уровне. Первостепенной целью фундаментального анализа является определение тех ценных бумаг, чья оценка завышена либо занижена. Такая цель связана с укоренившимися представлениями о том, что все ценные бумаги обладают неотъемлемой, или внутренней, стоимостью, и к ней с течением времени должны приближаться их текущая рыночная стоимость или курс, по которому они продаются. Так, используя соответствующие модели и методы, финансовые аналитики пытаются:

- определить внутреннюю стоимость данной ценной бумаги;
- сопоставить эту стоимость с текущим рыночным курсом ценной бумаги;
- оценить соответствующие транзакционные издержки и риски;
- определить выраженную в долларах, фунтах, франках или рублях стоимость (или доходность в процентах), которую, возможно, получит индивид или фирма от покупки анализируемой ценной бумаги.

Специалист по ценным бумагам имеет в своем распоряжении много аналитических инструментов, но фактически все они основываются на концепции приведенной, или текущей, стоимости, т.е. внутренняя стоимость акции в действительности не что иное, как приведенная стоимость всех будущих потоков денежных средств, которые, скорее всего, получит владелец ценной бумаги в рамках соответствующего горизонта инвестиций. Эти выгоды обычно имеют форму дивидендов, либо процентов (текущий доход), а также доходов от прироста капитала или убытков (при изменении курсов), либо и того и другого одновременно.

Школа фундаментального анализа рынка возникла с развитием прикладной экономической науки. В ее основе лежат зна-

ния о макроэкономической жизни общества и ее влиянии на динамику цен конкретных ценных бумаг.

Вычисление приведенной стоимости будущих выгод данной ценной бумаги включает три самостоятельные аналитические процедуры:

— прогноз будущего потока денежных средств; в случае с акциями эта процедура требует анализа текущего положения компании, результатов ее деятельности, прогнозирования перспектив, будущих объемов сбыта, норм и массы прибыли с учетом ее положения в отрасли и экономике в целом;

— оценку требуемой доходности ценной бумаги при заданных характеристиках риска;

— дисконтирование ожидаемых потоков денежных средств инвестиций в соответствии с требуемой доходностью.

Анализ ценных бумаг вообще и фундаментальный анализ в особенности правомерны для данной экономической и финансовой среды. В самом широком смысле фундаментальный анализ исходит из того, что некоторые ценные бумаги могут быть неверно оценены на рынке в данное время. Далее в рамках фундаментального анализа предполагается провести различие между теми ценными бумагами, которые оценены правильно, и теми, которые оценены неадекватно, и тщательно изучить внутренние характеристики каждой из рассматриваемых компаний-эмитентов.

Фундаментальный анализ начинается не с компании, а со среды, в которой протекает ее деятельность. При прогнозировании биржевых курсов в данной среде возникает ряд неопределенностей и проблем. Фундаментальный анализ дает возможность преодолеть их с помощью применения системного способа. Он охватывает три сопряженные области:

— общеэкономический анализ, т. е. анализ и прогноз общеэкономического развития, изменения процентной ставки и денежной массы, валютных курсов и финансовой политики;

— отраслевой анализ включает анализ поступления заказов и объемов производства соответствующей отрасли;

— анализ отдельных компаний касается динамики товарооборота, издержек и доходов, а также имущества и положения компании на рынке. При этом используются такие индикаторы, как соотношение курса к прибыли и ряд других.

Взаимосвязи при проведении фундаментального анализа акций показаны на рис. 8.1.

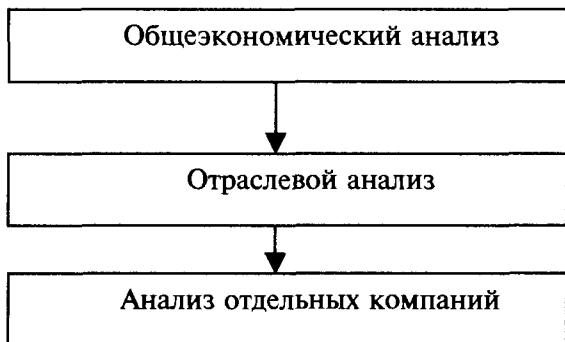


Рис 8.1. Структура фундаментального анализа акций

В общэкономическом анализе особый интерес представляют прогноз поворотных точек конъюнктуры и действие на курс акций таких монетарных величин, как движение денежной массы или процента.

Общэкономический анализ строится на предположении, что курс акций определяется ожидаемыми доходами компаний и устанавливаемой внутренней ценой акции. В свою очередь, ожидаемые доходы компаний зависят от общэкономических воздействий.

Задача прогноза поворотных точек конъюнктуры — оценка кратко- и среднесрочного развития как всей экономики, так и отдельных ее отраслей.

Между изменением конъюнктуры и движением акций существует взаимосвязь.

В фазе оживления конъюнктуры, которая характеризуется увеличением поступления заказов, улучшением загрузки производственных мощностей, а также малыми финансовыми затратами из-за низких процентных ставок и т. д., фирмам легче иметь положительную динамику прибыли, чем в фазе экономического спада. Ожидания активизации поступлений прибыли могут оказывать воздействие и на движение курса акций, так как в основе фундаментального анализа лежит предположение, что ожидаемые предприятиями доходы определяют курс акций и, как уже говорилось, зависят от общэкономических воздействий. Отсюда следует необходимость новой оценки акций в связи с повышениями курса.

Не только возросшая прибыль компаний (предприятий, фирм) оказывает влияние на рынок акций. Низкий процент по ценным бумагам с твердой процентной ставкой также делает привлекательным вложение капитала в акции. Так, мероприятия, проводимые Центральным банком РФ в области денежной политики, являются причиной монетарных воздействий на движение курса акций. Через изменение дисконтной ставки ЦБ РФ влияет на движение процентных ставок внутри страны, а с помощью цены и объема предоставляемых финансовым институтам денежных средств и гибкой политики минимальных резервов — на рост денежной массы.

Денежная масса выражается в трех понятиях: M_1 , M_2 , M_3 . Наряду с этим имеется еще денежная масса Центрального банка РФ.

M_1 определяется как наличные денежные средства и средства во вкладах до востребования отечественного небанковского сектора.

M_2 определяется как денежная масса M_1 плюс средства на срочных вкладах на срок до трех лет отечественного небанковского сектора.

M_3 представляет собой денежную массу M_2 плюс средства на сберегательных вкладах с законным сроком предварительного уведомления об изъятии отечественного небанковского сектора.

Денежная масса Центрального банка РФ включает наличные деньги в обороте в небанковском секторе плюс обязательные минимальные резервы кредитных учреждений.

Между процентами и акциями за рубежом, особенно в Германии, уже давно существует тесная взаимосвязь, которая объясняется следующими причинами:

— на рынке капиталов ведется постоянная борьба за капитал инвесторов между рынком акций и рынком ценных бумаг с фиксированным доходом. Участники рынка вкладывают свободные ликвидные средства с учетом рендита¹ туда, где они ожидают получить максимальный доход. При снижении процентов конкурентная ситуация складывается в пользу акций, их привлекательность и курс растут. Если увеличивается рендита от ценных бумаг с фиксированным доходом, что равнозначно повышению процента, то, исходя из конкурентной ситуации, должна также улучшиться и рендита, приносимая акциями (отношение годовой прибыли предприятия на одну акцию к ее курсу). Это становится возможно в результате либо увеличения

¹ Рендита — фактический доход.

прибыли компаний, либо понижения курса акций. Однако растущие проценты негативно воздействуют на финансовые издержки и тем самым на возможную прибыль компании. Отсюда следует, что возросшая рента, приносимая ценными бумагами с фиксированным доходом, вызывает понижение курса акций.

— положительный эффект от снижения процентов получают отдельные компании, поскольку сокращаются издержки на уже проведенные инвестиции, финансируемые за счет кредитов. Это облегчает нагрузку на расходную часть баланса предприятия и, как следствие, больше осуществляется новых инвестиций. Из растущего спроса на средства производства извлекают выгоду компании других отраслей, и в результате возникает волна стимулирующих воздействий на всю экономику в целом (эффект мультипликатора).

— немалая часть спекулятивных покупок акций финансируется за счет кредита. Низкие проценты избавляют портфели от принудительной ликвидации.

Движение процентов происходит параллельно изменению конъюнктуры. По времени это совпадает с экономическим циклом. Крайне важными для движения процента являются экономический подъем или экономический спад в связи с инфляцией. Когда достигнута высшая точка экономического цикла, и в ближайший период ожидается падение валового национального продукта, что, как правило, сопровождается снижающимися темпами инфляции, то у Центробанка как «хранителя валюты» уже нет предлога «нажимать на процентные тормоза». Он пытается по мере своих возможностей бороться с приближающимися ухудшениями конъюнктуры через снижение базисной ставки процента или усиленную политику открытого рынка. Наступает момент, когда инвестор должен покупать акции банков, которые чувствительно реагируют на изменение процентных ставок. Может быть, это звучит неправдоподобно, но ухудшение конъюнктуры в связи со снижающимися процентами в большинстве случаев благотворно сказывается на акциях. Такая ситуация продолжается до тех пор, пока не прекратится поступление ожидаемых плохих, обусловленных конъюнктурой, отчетов предприятий, или в рамках ожидания их перестанут принимать в расчет.

Между рынком акций и рынком ценных бумаг с фиксированным доходом (облигаций) происходит «конкурентная» борьба за имеющиеся ликвидные средства инвесторов. Привлекательность обоих рынков оценивается путем сопоставления соответствующего соотношения курс/прибыль.

Задача **отраслевого анализа** состоит в том, чтобы определить границы анализа при последующем рассмотрении отдельных предприятий. Это осуществляется путем отсеивания отраслей, не представляющих интереса в данном плане. Разумеется, в рамках той или иной отрасли речь постоянно заходит об особой ситуации в отдельных компаниях. Следует подчеркнуть, что отраслевому анализу всегда должен предшествовать общеэкономический анализ.

Отраслевой анализ является рациональным, поскольку, как показывает опыт, экономическое развитие отрасли не обязательно идет параллельно с развитием общеэкономической конъюнктуры. Среди отраслей имеются как определяющие ее развитие, так и развивающиеся вслед за конъюнктурным циклом. Однако наряду с указанными существуют циклические отрасли, которые развиваются параллельно с конъюнктурой.

К циклическим отраслям относятся:

— автомобильная промышленность, которая опережает развитие конъюнктуры, имеет более резкие, чем экономика в целом, отклонения цикла. Ее развитие зависит в основном от движения процента, динамики покупательной способности и курса доллара;

— химическая промышленность, у которой цикл развивается почти параллельно конъюнктурному. Но на эту зависимую от сырьевых ресурсов отрасль оказывает воздействие в первую очередь движение цен на нефть. Большое значение для данной отрасли играет не только курс национальной валюты, но и курс доллара вследствие ее сильной экспортной ориентации;

— электропромышленность — эта отрасль немного отстает от экономического цикла, при этом она имеет более низкую амплитуду цикла, чем экономика в целом. Особое воздействие на нее оказывают инновации и развитие рынка;

— машиностроение — отрасль, которая развивается вслед за общеэкономическим развитием и зависит от движения валютного курса и процентных ставок, влияющих на инвестиции;

— строительная промышленность — типичный пример запаздывающей отрасли, которая особенно реагирует на движение процентных ставок и инвестиционную политику органов государственной власти;

— промышленность потребительских товаров и текстильная промышленность. Являясь опережающими, эти отрасли сильно зависят от индивидуального конечного спроса, особенно влияет на них уровень доходов населения. Наряду с этим важную роль играют цены на материалы и уровень инфляции;

— банки и страховые фирмы — эта финансовая отрасль опережает общую конъюнктуру, но сильно зависит от движения процентных ставок.

Типичными отраслями, развивающимися с опережением, являются автомобильная промышленность и промышленность, выпускающая товары широкого потребления, что обусловлено составом их продукции и близостью к покупателям. Так, возросшая платежеспособность населения, вызванная снижением процентов или увеличением доходов вследствие уменьшения налогов, отражается на данных отраслях посредством увеличения потенциального спроса на их продукцию. Это может быть отправной точкой конъюнктурного поворота, в результате которого первыми выигрывают автомобильная промышленность либо промышленность товаров народного потребления. Поэтому при обозначившемся выходе конъюнктуры на низшую точку предпочтение следует отдавать акциям предприятий (фирм) данных отраслей.

Отрасль, традиционно развивающейся вслед за экономическим циклом, является машиностроение. Спад конъюнктуры касается ее в последнюю очередь, и на конъюнктурный подъем она также реагирует позже других отраслей.

Таким образом, в зависимости от конъюнктуры отрасли развиваются с опережением, параллельно или с отставанием, что, в свою очередь, влияет на движение курсов их акций.

Дифференцированный подход, применяемый при анализе отдельных отраслей промышленности, оказывается абсолютно рациональным.

Для движения биржевых курсов особое значение наряду с отраслевой прибылью имеют два индикатора, которые как бы подают опережающие сигналы, — поступление отраслевых заказов и объем промышленного производства. Они указывают на ожидаемую динамику товарооборота и прибыли соответствующей отрасли.

От динамики поступления отраслевых заказов зависят будущие производственные показатели. У нас, к сожалению, не публикуются такие данные Центробанком, как это делается за рубежом, например в Германии. Бундесбанк публикует данные о поступлении заказов в приложении к своим ежемесячным отчетам. Величина поступающих заказов отражает часть ожидаемого товарооборота. Таким образом, величина имеющихся заказов — это первый сигнал о меняющемся спросе и связанной с этим динамике товарооборота в рамках отрасли. По ней можно также судить о качественном

изменении поведения участников рынка (производителей и потребителей), что позволяет сделать вывод о месте отрасли в экономическом цикле.

Объем промышленного производства — второй индикатор, применяемый для анализа акций. Эти данные также публикуются Бундесбанком, а в Российской Федерации отсутствуют.

В соответствии с принципом: «Заказы сегодня — это продукция завтра» изменения в объеме промышленного производства происходят лишь после изменения данных о поступлении заказов.

В связи с этим индикатор объема промышленного производства менее пригоден для составления опережающих прогнозов движения биржевых курсов, чем индикатор поступления заказов.

Индикаторы поступления заказов и объема промышленного производства позволяют сделать опережающую оценку будущей отраслевой прибыли. При ориентации на товарооборот не следует забывать о компонентах издержек. В фазе оживления конъюнктуры снижение издержек в расчете на единицу продукции при расширении объема производства не эффективно, так как возникают непропорционально высокие расходы на реализацию относительно небольшого объема продукции при постоянной производственной мощности. Данные условия оказывают негативное воздействие на прибыль, а следовательно, и на биржевые курсы.

Динамика прибыли соответствующей отрасли является существенным фактором воздействия на движение курса акций. Кроме того, наряду с индикаторами поступления заказов и объема промышленного производства прибыль зависит от движения валютных курсов, особенно доллара, а также от того, ориентируется отрасль на экспорт или на импорт.

Показатели динамики отраслевой прибыли приводятся в годовых балансах предприятия и могут сигнализировать о ее увеличении, стагнации или уменьшении. Уже первые выводы позволяют сделать заключение о возможном развитии той или иной компании. Так, тенденция к стагнации прибыли после тенденции к повышению указывает на поворот направления тренда. Если же тенденция начинает меняться в сторону понижения, однако акции некоторых компаний продолжают приносить прибыль, это служит сигналом того, что в компаниях ситуация с прибылью вскоре поменяется. Определенные исключения представляют те акции, которые вследствие особой структуры отраслевых компаний имеют значительную устойчивость и

поэтому обладают потенциалом к повышению курса, в то же время от других акций данной отрасли лучше избавиться.

Итак, следует сказать, что названные индикаторы, особенно поступления заказов, имеют важное значение для фундаментального анализа акций.

Анализ отдельных компаний — это исследование динамики будущих доходов компаний. При этом на передний план выдвигаются вопросы динамики товарооборота или динамики оставшейся после вычета расходов прибыли, а также финансовые вопросы в отношении обеспеченности предприятий собственными и заемными средствами.

Необходимые данные берутся из отчетов фирм о состоянии дел, о прибылях и убытках. На основании обобщения и анализа показателей делаются соответствующие выводы, в том числе и об оценке отдельных акций на конкретном рынке.

Любой анализ начинается с обработки данных предприятий за прошедший период для того, чтобы определить, какие существенные изменения произошли в структуре компаний или в их стратегии. При этом нельзя забывать и финансовую сторону. Необходимые сведения лучше взять из отчета о состоянии дел или его отдельных частей, например из баланса или отчета о прибылях, убытках и т. д.

Из множества показателей, которые могут быть рассчитаны на основе данных баланса или отчета о прибылях и убытках, биржевики интересуют лишь некоторые.

При анализе отдельных предприятий определяется их доходность. Поскольку существует тесная связь между динамикой доходности предприятия и движением курса его акций, для аналитика большое значение имеет то, как предприятие собирается в будущем утвердиться на рынке. Прогноз доходности строится на этой рыночной позиции. Однако доходность предприятия или фирмы характеризуется не просто набором цифр, а складывается из многих отдельных значений, которые вытекают из так называемого анализа показателей. Особый интерес представляют показатели, имеющие эмпирическую связь с движением акций, а также показатели, которыми предпочитают пользоваться профессионалы-аналитики.

Показатели можно разделить на три категории:

- балансовые;
- показатели, относящиеся к курсам;
- показатели, относящиеся к акциям.

Балансовыми показателями являются, например, оборот, поток наличности и нетто-итог. *Показатели, которые относятся к акциям*, рассчитываются на одну акцию. В их числе следует назвать дивиденд на одну акцию, кэшфлоу¹ на одну акцию или итог на одну акцию. На *расчет показателей, относящихся к курсам*, воздействуют соответствующие курсы акций. Такими показателями являются дивидендный фактический доход, отношение «курс/прибыль» (KGV) или отношение «курс/кэшфлоу» (KCV).

Аналитический показатель отношение «курс/прибыль» как соотношение между фактическим курсом и прибылью в расчете на одну акцию зачастую используется для того, чтобы отличить заниженную акцию от завышенной. Отношение «курс/прибыль» показывает, какое кратное итога в данный момент платится за акцию. Иначе говоря, сколько лет потребуется фирме, чтобы при постоянном размере годовой прибыли заработать сумму, равную сегодняшней стоимости акции этого предприятия.

После расчета этих показателей компании они сравниваются с аналогичными показателями других компаний данной отрасли или со средним отношением «курс/прибыль» на всем рынке. Это позволяет отличить относительно «дешевые» акции от относительно «дорогих».

Курсовой показатель отношение «курс/кэшфлоу» (KCV) рассчитывается на основе действительного курса акций, деленного на кэшфлоу в расчете на одну акцию компании.

Так же, как и для показателя KGV, существенным моментом для KCV является деление акций на относительно «дешевые» и «дорогие». Однако показания сопоставлений рациональны только до тех пор, пока отраслевые предприятия имеют друг с другом связи. Поэтому сопоставление показателей KCV компаний или предприятий, как и сопоставление показателей KGV, принимается лишь в рамках отрасли. Причина этого — в делении отраслей на капиталоемкие и зарплатоемкие. Отсюда вытекают различия в кэшфлоу, которые, в свою очередь, изменяют показатель KCV. В связи с этим такие зарплатоемкие отрасли, как, например, банки, строительная промышленность или автомобилестроение, имеют, как правило, незначительный кэшфлоу, а следовательно, наиболее высокий аналитический показатель KCV. Капиталоемкие отрасли (электропромышленность, машиностроение) за счет высоких амортизационных отчислений имеют значительно больший кэшфлоу и более низкий показатель KCV (см. табл. 8.1).

¹ *Кэшфлоу (cash flow)* — сумма полученных или выплаченных наличных денег

Важнейшие показатели, используемые для анализа акций

Показатель	Формула	Показания
Коэффициент задолженности	$\frac{\text{Привлеченный капитал}}{\text{Собственный капитал}}$	Каков размер привлеченного капитала по отношению к собственному капиталу
Балансовая стоимость	$\frac{\text{Собственный капитал} \times \text{Номинальная стоимость}}{\text{Подписной капитал}}$	Каков размер собственного капитала в расчете на одну акцию
Прибыль на одну акцию	$\frac{\text{Скорректированный итог}}{\text{Количество акций}}$	Каков размер скорректированного итога в расчете на одну акцию
Отношение «курс/прибыль» (KGV)	$\frac{\text{Биржевой курс}}{\text{Прибыль на одну акцию}}$	Как часто необходимо получать прибыль, чтобы акция стоила сегодня столько же, сколько и при постоянной динамике прибыли в течение года
Отношение «курс/кэшфлоу» (KCV)	$\frac{\text{Биржевой курс}}{\text{Кэшфлоу на одну акцию}}$	Как часто в курсе акций отражается показатель кэшфлоу в расчете на акцию
Дивидендный фактический доход	$\frac{\text{Дивиденд} \times 100}{\text{Биржевой курс}}$	Каков размер дивиденда по сравнению с биржевым курсом

См.: Бергер Ф. Что вам надо знать об анализе акций / Пер. с нем. — М.: АОЗТ «Интерэксперт»; ЗАО «Финстатинформ», 1998. — С. 47.

Рассмотрение показателя KCV позволяет также составить представление о цене акций в связи с так называемым поглощением¹. Практика показывает, что покупатели, желающие приобрести контрольный пакет акций, в качестве покупной цены стараются предложить не более чем трехкратный кэшфлоу. Для держателей акций с очень низким KCV это хорошая возможность приумножить свои инвестиции в связи с широким предложением компенсаций со стороны заинтересованных покупателей.

¹ Поглощение — покупка одной компанией контрольного пакета акций другой компании.

Показатель KCV служит также для оценки компаний, которые планируют размещать свои акции на бирже.

Инвестор, намеревающийся выгодно купить акции, должен использовать оба показателя: и KGV и KCV.

Дивидендный фактический доход показывает, какой процент на покупку одной акции выплачивается инвестору при постоянном размере дивиденда. Если инвестор из-за изменения курса акций не получает желаемой курсовой прибыли, то он, по крайней мере, может рассчитывать на более или менее высокий процент со своего капитала. При этом курсовые потери уменьшаются за счет дивидендов. Однако дивидендный доход при оценке акций играет подчиненную роль, также ограничено и его свойство по защите курса акций. Что касается инвесторов, то они ищут такие акции, которые за счет низкой оценки обещают высокую курсовую прибыль. Дивидендный фактический доход принимается во внимание лишь косвенно, поскольку он не имеет большого значения.

Фундаментальный анализ является ведущим направлением в современном анализе акций и помогает делать важные выводы в отношении оценки движения акций. Тем не менее немало относящихся к биржевому курсу явлений нельзя объяснить с его помощью и уж тем более прогнозировать. С этой задачей может справиться технический анализ.

8.2. Технический анализ рынка

Технический, или внутренний, анализ рынка используется для более всестороннего анализа изменения цен. Внутренним он называется потому, что в нем берется в расчет только график движения цены и объема с прошлого периода до настоящего момента без учета всех прочих факторов.

Технический анализ рынка акций базируется на том, что курсы акций показывают направление тенденции. Эта принципиальная предпосылка позволяет из данных за прошедший или нынешний периоды получать сведения о будущем движении курсов.

Исторически классический технический анализ развивался следующим образом. Первоначально, когда еще в природе не существовало компьютерной техники, а методы математического анализа в силу сложности расчетов никто не пытался применять для анализа динамики цен, трейдеры вручную, ис-

пользуя лишь логарифмические линейки, рисовали графики, на которых откладывали прямые линии. Позже были найдены закономерности в соотношении этих линий и графиков цен. Так возникли трендовые линии, модели и фигуры. Затем появилась необходимость отойти от прямолинейных трендовых линий и моделей и трейдеры также вручную начали рассчитывать средние цены, которые и стали с успехом применяться для анализа.

С появлением компьютерной техники появилась возможность рассчитывать и применять методы осцилляционного анализа рынка, хотя его основы были заложены до появления первых компьютеров.

В настоящее время технический анализ рынка имеет следующую структуру:

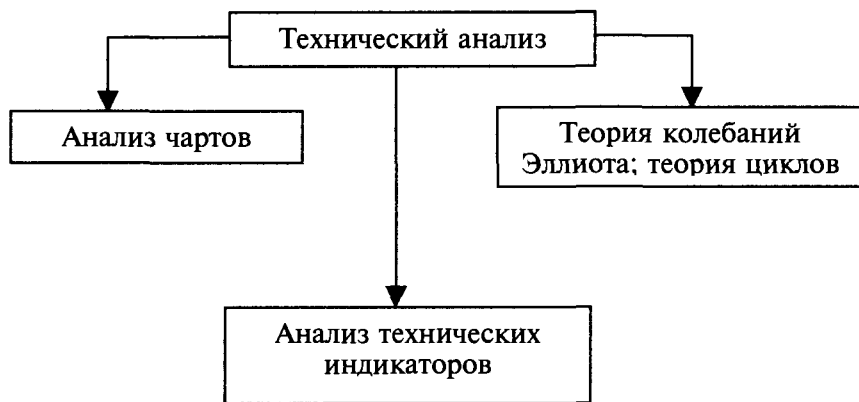


Рис. 8.2. Технический анализ

Технический анализ изучает эффект спроса и предложения, т. е. прежде всего сами ценовые изменения. Его часто называют чартизмом (от английского *chart* — график), поскольку он состоит в построении различных видов диаграмм, графиков, изучении показателей открытых позиций и объемов торговли, а также других факторов.

Такой подход отражает основное положение сторонников технического анализа, которые считают, что все, что происходит на рынке, начиная от катастроф и заканчивая психологией трейдеров, автоматически ведет либо к росту, либо к падению цены.

Как отмечают специалисты, графический анализ позволяет:

— сделать прогноз цен: специалисты могут прогнозировать изменения цен либо с учетом фундаментального анализа, либо на базе графиков и диаграмм;

— определить время: анализ графиков гораздо лучше, чем фундаментальный анализ, подходит для точного определения времени открытия и закрытия позиции;

— выявить основной индикатор: если действия рынка устраняют все воздействия на него, тогда движение цен можно рассматривать как основной индикатор рынка. Это позволяет, *во-первых*, открывать и закрывать позиции, не учитывая, почему цены движутся в одном или в другом направлении, *во-вторых*, необычное движение цен может быть воспринято как сигнал, что какое-то воздействие на рынок не было учтено в фундаментальном анализе и требуется дополнительное исследование. Само движение цен является основой для трендового анализа и служит стержнем всего технического анализа.

Тренд (trend) — это определенное движение цены вверх или вниз.

Выделяются три типа трендов:

— «бычий» тренд — цены движутся вверх; определение «бычий» возникло по аналогии с быком, поднимающим вверх на своих рогах цену;

— «медвежий» тренд — цены движутся вниз; в данном случае медведь как бы подминает под себя цену, наваливаясь на нее сверху всем телом;

— «боковой» - определенного направления движения цены ни вверх ни вниз нет; такое движение называют «флэт» (*flat*), реже «уипсоу» (*whipsaw*). С уверенностью можно сказать, что долгий флэт является предвестником ценовой бури на рынке — сильного движения цены в одну или другую сторону.

Как правило, цены не движутся линейно вверх или вниз. Однако на «бычьем» тренде цены растут выше и быстрее, чем падают. То же самое с точностью до наоборот происходит при «медвежьем» тренде.

Таким образом, если тренды существуют (а более чем столетняя практика это показывает), к ним можно применить основные законы движения, а именно: «действующий тренд с большей вероятностью продлится, чем изменит направление» или «тренд будет двигаться в одном и том же направлении, пока не ослабеет».

Трендовые линии (trend line's) — это прямые линии, соединяющие долгосрочные максимумы и минимумы рынка. Уклон трендовой линии вверх или вниз показывает направление тенденции к повышению или понижению.

Трендовая линия является основным инструментом технического анализа в определении поворотов рынка и поиске благоприятных для совершения сделок моментов.

Тренд имеет срок действия, т. е. жизненный цикл. Срок жизни тренда состоит из краткосрочного, среднесрочного и долгосрочного трендов.

Долгосрочный тренд продолжается более одного года. Средняя продолжительность жизни долгосрочного тренда 2 — 2,5 года.

Среднесрочный тренд длится от трех до шести месяцев и до года.

К краткосрочным относятся тренды сроком от одного дня до трех месяцев.

Определить срок жизни тренда можно с помощью анализа жизненного цикла тренда (ЖЦТ). При этом очень важно точно определить длину цикла и его амплитуду.

Начало тренда занимает около одной трети общей длины цикла. За первый период начала ЖЦТ цены в среднем изменяются от 1/4 до 1/3 от общего колебания и падают от 1/5 до 1/4 соответственно.

В середине ЖЦТ начинают появляться первые признаки «усталости» рынка. Происходит некоторый спад активности, но это, как правило, не сопровождается возвратом к предыдущим котировкам. Как уже было сказано, в середине цикла зачастую отмечается резкое изменение цены по сравнению с началом ЖЦТ, поскольку именно в этот момент к «первопроходцам» нового тренда начинает присоединяться огромная по количеству и по массе средств армия спекулянтов. «Перегрев» рынка в середине ЖЦТ в связи с этим бывает намного значительней, чем в начальный период. Это приводит к снижению котировок в конце второго периода до уровня, близкого к тому, с которого тренд начинался. Как правило, котировки за второй период изменяются от 1 до 3/4 всей суммы колебаний, а затем падают от 3/4 до 1/2 соответственно.

В последний, третий период ЖЦТ сумма свободных спекулятивных капиталов начинает снижаться. Соответственно уменьшается количество заключаемых сделок. Резких колебаний цен (по сравнению со вторым периодом) практически не происходит. Цены, достигнув своего экстремума (максимума или минимума), незначительно и на короткий промежуток

времени остаются на этом уровне, и последние колебания происходят возле максимума. В завершение последнего периода ЖЦТ на рынке возрастает нервозность, связанная с подготовкой нового тренда (см. рис. 8.3 и 8.4).

Заключать сделки рекомендуется начиная со второго периода.

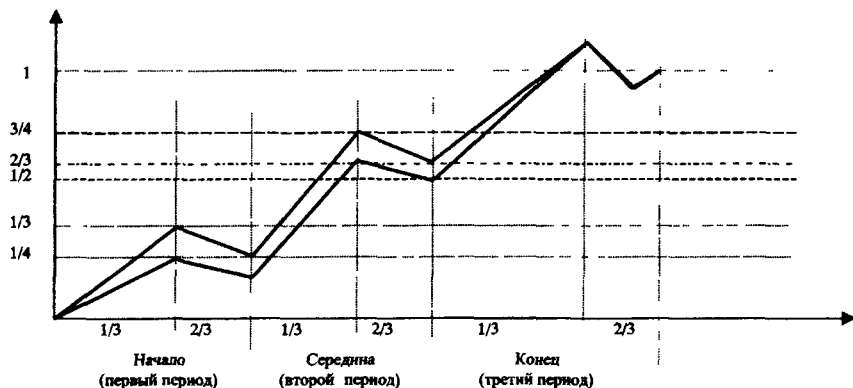


Рис. 8.3. Жизненный цикл «бычьего тренда»

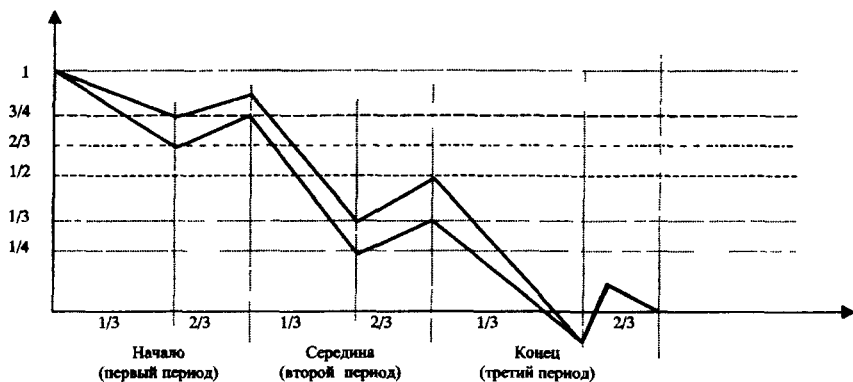


Рис. 8.4. Жизненный цикл медвежьего тренда

Объемы сделок при этом будут выглядеть следующим образом (см. рис. 8.5, 8.6).

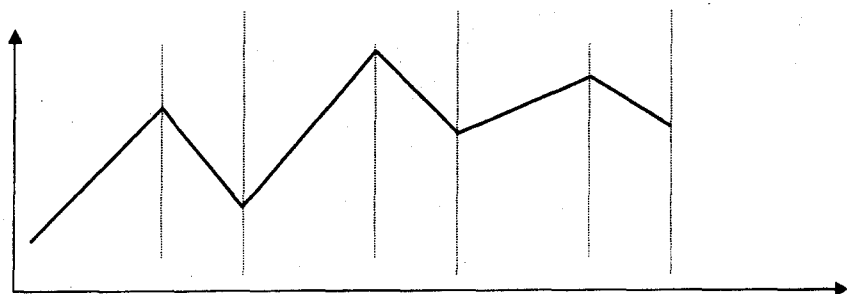


Рис.8.5. Объемы сделок при «бычьем» и «медвежьем» трендах



Рис. 8.6. Текущее направление динамики жизненного цикла тренда (цены)

Рассмотрев трендовые линии, можно сделать вывод о кажущейся простоте данного метода анализа, и это действительно так. Но за этой простотой скрывается очень много информации.

Проводить трендовый анализ необходимо очень внимательно, в противном случае это может привести к плачевным результатам. Если, например, «не заметить» прорыва цены через ключевой уровень, то весь последующий анализ будет строиться

на ложных впечатлениях о рынке. И потери могут оказаться безграничными. Эти моменты характерны и при поворотах тренда, и его ускорениях.

Цель анализа тренда заключается:

1) в оценке текущего направления динамики цены (тренда).

Возможные варианты:

- движение вверх,
- движение вниз,
- «флэт»;

2) в оценке срока и периода действия данного направления.

Может быть:

- тренд краткосрочного действия,
- тренд долгосрочного действия,
- начало тренда,
- зрелость тренда,
- смерть, завершение тренда;

3) в оценке амплитуды колебания цены в действующем направлении (отклонение от текущих котировок):

- слабое изменение курса (в узком коридоре),
- сильное изменение курса (как правило, изменение более чем на 1% за сутки или более чем на 0,3% за календарный час).

Определив эти три составляющие динамики цены, можно с определенной долей уверенности покупать или продавать исследуемый товар.

Типы графиков и правила их построения. Человеку легче анализировать графическую, нежели текстовую или цифровую информацию.

Основные типы графиков, которые применяются трейдерами, представлены на рисунках 8.7—8.11.

Самыми популярными среди трейдеров являются линейные графики и графики отрезков (баров). Но например, американцы также часто используют в своей работе графики в виде «крестиков-ноликов», а японские трейдеры — «японские свечки». Европейцы предпочитают графики отрезков (баров).

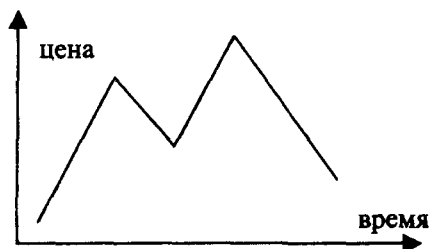


Рис. 8.7. Линейный график

Линейный график рекомендуется применять для построения на коротких отрезках от тикового режима до нескольких минут.

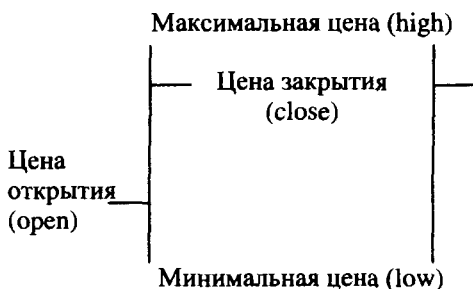


Рис. 8.8. График отрезков (бары)

График отрезков рекомендуется применять на промежутках времени от пяти минут и более.

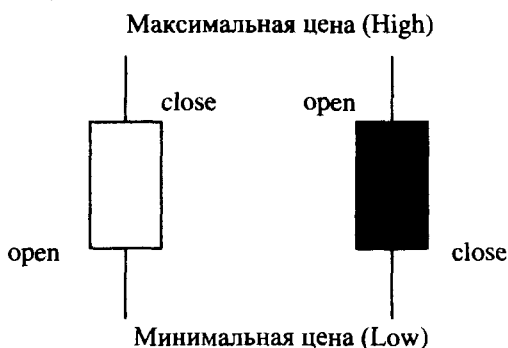


Рис. 8.9. «Японские свечки»

«Японские свечи» можно применять вместо построения графика отрезков (баров).

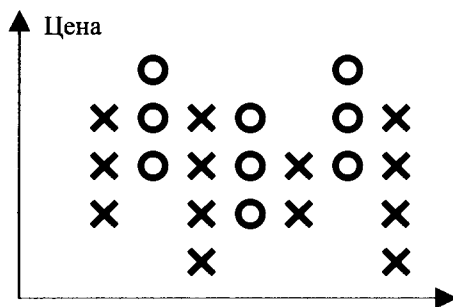


Рис. 8.10. «Крестики-нолики»

Это специфический график, для практического применения он рекомендуется только после других методов анализа. Основное отличие этого представления информации состоит в том, что здесь нет оси времени, а новая колонка цен строится после появления другого направления динамики.

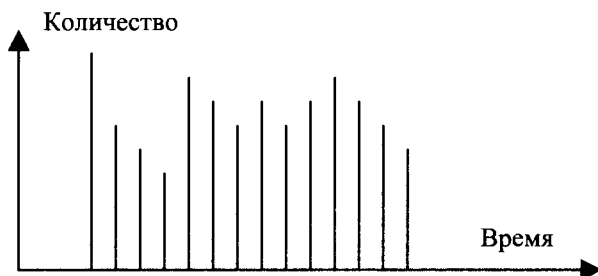


Рис. 8.11. Графики объема

График обязателен для применения как подтверждающий. Его можно строить на промежутках времени от нескольких минут и далее. Наиболее информативен начиная с часа и далее. Объем показывает уровень активности рынка.

Каждый трейдер строит графики с использованием следующих концепций:

- определение трендовой динамики цены;
- противотрендовое движение цены;
- динамики изменения объема торговли, рассматриваемой на основании анализа показателей объема и его взаимодействия с графиком цены;

— графики изменения цены («японские свечки» «крестики-нолики», теория циклов, волновая теория Эллиота, лучи и периоды Фибоначчи, лучи Ганна).

Искусство трейдера состоит в умении сочетать как можно больше показателей из различных групп так, чтобы их негативные признаки исключали друг друга, а позитивные взаимно усиливались и дополнялись.

Безусловно, классический технический анализ не может служить гарантией изменения цен именно в соответствии с выявленными закономерностями, но позволит сделать выводы о направлении изменения цены, его продолжительности и торгового объема, а также о соотношении сил «быков» и «медведей».

Как бы ни был хорош классический графический анализ, никогда нельзя на 100% предсказать движение биржевых цен — этого не могут сделать даже крупные эксперты. Если бы движение цен можно было вычислить, любой крупный инвестор разработал бы соответствующую программу расчетов. Но никто в мире не может относительно постоянно прогнозировать движение курса на ближайшие один—три месяца.

8.3. Формирование портфеля ценных бумаг

Портфель ценных бумаг представляет собой комбинацию различных видов ценных бумаг, особым образом составленную и управляемую. Искусство составления и управления портфелем — это искусство распорядиться набором ценных бумаг таким образом, чтобы они не только не теряли своей стоимости, но и приносили стабильный доход, не зависящий от уровня инфляции.

Формирование портфеля ценных бумаг осуществляется в несколько этапов:

Первый — определение целей создания портфеля и приоритетов инвестора (например, регулярное получение дивидендов или рост стоимости активов), уровней риска, минимальной прибыли, допустимых для инвестора отклонений от ожидаемой прибыли и т. д.

Второй — создание портфеля, выбор тактики управления портфелем.

Третий — постоянное изучение и анализ факторов, которые могут вызвать изменения в составных частях портфеля (мониторинг).

Четвертый — измерение деятельности портфеля, т. е. оценка дохода и риска портфеля по сравнению с аналогичными показателями по всему рынку ценных бумаг.

Все части процесса управления портфелем тесно связаны между собой.

Подбор портфеля осуществляется на основе анализа рынка ценных бумаг, рассмотренного выше.

Подбор ценных бумаг может осуществляться и на основе теории «ходьба наугад», сторонники которой считают, что текущая цена гибко отражает всю соответствующую информацию, в том числе и оценку будущей стоимости финансового актива. Поскольку новая информация может быть как хорошей, так и плохой, нельзя с большей или меньшей определенностью предсказать возможное изменение цены в будущем. Курс ценной бумаги меняется непредсказуемо и не зависит от предыдущей динамики, поэтому приобретать ценные бумаги необходимо исходя из движения тренда и их рейтинга.

Повышение рейтинга вызывает рост цены акций, понижение ведет к ее падению. Если рейтинг акций повышен сразу несколькими фирмами, то акции могут вырасти на десять и более процентов за несколько минут. Соображения, по которым меняются рейтинги акций, бывают самые разные: ожидание уменьшения продаж продукции компании, рост накладных расходов в связи с ростом цен на транспорт, сырье и т. п. Иногда рейтинг меняется по почти анекдотическим причинам: аналитик был недоволен руководством компании, которое не дало ему возможности оценить ее будущие прибыли. Этого, например, оказывается достаточно, чтобы акции упали на 30% за один день. Все это тоже сильно влияет на формирование портфеля ценных бумаг.

Итак, портфель ценных бумаг (portfolio; investment portfolio) — это комплект всех ценных бумаг, принадлежащих отдельному физическому или юридическому лицу, в который включены привилегированные и обычные акции, а также облигации, выпускаемые различными предприятиями.

Портфель состоит из нескольких секций, в частности из облигационной, обычных акций, префакций (с участием, в отношении дивидендов, с «плавающим» или переменным курсом, с оплатой в валюте).

Состав портфеля ценных бумаг зависит от целей инвестора и его характера (агрессивный¹, консервативный и т. п.). Портфель считается сбалансированным, если составлен таким образом, что инвестор получает оптимальное сочетание следующих факторов: безопасности, устойчивой доходности, роста капитала и ликвидности. В самом общем виде американский национальный портфель ценных бумаг, например, в 1997 г. выглядел так: акции — 28,5%, правительственные ценные бумаги — 29,7%, облигации — 12,8%, закладные — 22,6%, ценные бумаги с необлагаемыми доходами — 6,4%.

Выбор инвестиционного портфеля ценных бумаг заключается прежде всего в правильно сформулированной стратегии, в соответствии с которой необходимо:

— выбрать компании с хорошими фундаментальными показателями, т. е. с растущими прибылями, дивидендами, объемами продаж и т. д.;

— дождаться падения рынка (коррекции около 5% или индексов отрасли, к которым относятся выбранные компании);

— купить акции и расставить «стопы — приказы»;

— постоянно контролировать финансовые квартальные отчеты «своих» компаний и следить за поведением акций с помощью технического анализа;

— при появлении признаков финансового неблагополучия какой-либо компании продать ее акции и быть готовым к покупке новых акций.

Выбор компаний для инвестирования можно рассмотреть на примере индекса S&P500. Компаниям попасть в этот индекс нелегко и очень почетно, что уже дает некоторую гарантию безопасности инвестирования. История компаний, входящих в этот индекс, прослеживается в течение многих лет, и информацию о них легко получить по Интернету. Индекс S&P500 представляет собой большое число отраслей, что позволяет выбрать компанию практически на любой вкус, а информационная компания «Standard & Poor's» публикует по ним обширную статистику, значительно облегчающую поиск и анализ.

Анализ можно начать с выявления S&P500 компаний, у которых в последние годы выросли выплаты дивидендов. Например, в 1995 г. было 43 компании, у которых дивиденды превышали 2%, а средний годовой рост дивидендов в последние пять

¹ «Агрессивный» портфель (*aggressive portfolio*) — это портфель ценных бумаг, активно покупаемых и продаваемых. Он содержит также выпуски ценных бумаг, в отношении стоимости которых существует предположение, что она будет быстро возрастать

лет превосходил 10%. Если бы портфель составили из акций всех этих компаний, вложив в каждую одинаковую сумму денег, то через год инвестиционный капитал вырос бы на 20,1%, не считая прибыли, полученной от дивидендов. Индекс S&P500 за этот промежуток времени вырос на 18%. Таким образом, даже без проведения глубокого фундаментального анализа, используя только критерий роста дивидендов, удалось бы на 2% превзойти рост рынка, который в настоящее время измеряется по поведению индекса S&P500 в целом¹.

Еще более простым способом составления портфеля ценных бумаг, который позволяет проводить выбор за короткое время и не требует анализа большого числа экономических показателей, является метод, популяризованный Майклом О'Хиггинсом (Michael O'Higgins) и братьями Гарднерами (David and Tom Gardner). Этот метод используют компании из промышленного индекса Доу-Джонса, для которых характерны высокие выплаты дивидендов в течение очень длительного времени. Цены их акций хотя и подвержены колебаниям рынка, все же в среднем растут приблизительно на 10%² в год.

О'Хиггинс и Гарднеры в соответствии со своим методом предлагают поместить деньги для уменьшения риска сразу в несколько компаний, выбор которых проводится по следующей схеме:

1. Найти десять компаний, выплачивающих максимальные дивиденды в процентах относительно текущей цены акций.

2. Из этой группы оставить пять компаний с наименьшей ценой акций.

3. Убрать одну компанию с минимальной ценой акций, оставив из первоначального списка четыре компании.

4. Разделить свой инвестиционный капитал на пять равных частей.

5. 2/5 капитала вложить в компанию с самыми дешевыми акциями.

6. Оставшиеся 3/5 капитала разделить поровну между тремя остальными компаниями из списка.

7. Вычислить количество акций компании, которое соответствует выделенным на нее деньгам, и купить эти акции, таким образом образуется инвестиционный портфель, который не следует использовать в течение года.

¹ Дараган В. А. Игра на бирже. — М.: УРСС, 1998. — С. 131.

² Там же.

8. Через год пересмотреть свой инвестиционный портфель, применяя прежнюю схему. Если новый список не соответствует старому, то следует провести необходимые замены, а затем ежегодно повторить эту процедуру.

Данный метод является самым простым и эффективным в формировании портфеля ценных бумаг.

Компании, входящие в индекс Доу-Джонса, являются гигантами американской индустрии, лидерами соответствующих отраслей, на их долю приходится 20% инвестиционного капитала США. Экономика развивается, доходы данных компаний в среднем растут, соответственно растут и цены их акций. Приведенная схема выбора не учитывает принадлежности компании к какой либо отрасли, что способствует разнообразию инвестиционного портфеля.

Акции компаний этого индекса активно переходят из рук в руки и разница между покупной и продажной ценой очень небольшая.

Высокие дивиденды означают способность компаний отдать часть прибыли своим инвесторам, что указывает на наличие некоторого свободного капитала для их развития. Наряду с ожидаемым ростом цены акций высокие дивиденды дают инвесторам дополнительную прибыль, а небольшая цена акций всегда их привлекает. Эти акции имеют и больший шанс вырасти в цене. Самая маленькая цена акций может быть результатом уменьшения прибылей компании, и для уменьшения риска такую компанию следует исключить из списка, созданного по методу О'Хиггинса и Гарднеров.

Исследования статистики, проведенные О'Хиггинсом и Гарднерами, показали, что из четырех компаний наибольший рост дают самые дешевые акции (в среднем — 28,9% в год) и потому количество капитала, вкладываемого в эти акции, следует увеличить. Остальные три компании включаются в список для подстраховки инвестирования, так как, ограничившись одним кандидатом, можно случайно выбрать компанию с финансовыми затруднениями.

Анализ, необходимый для выбора объектов инвестирования, прост, дешев и доступен любому инвестору (на базе лишь одной газеты в год). Этот метод дает четкую стратегию, которая не позволяет поддаваться эмоциям и выбирать компании для инвестирования под влиянием средств массовой информации. Покупать акции следует в соответствии с описанными критериями, не обращая внимания на рынок или новости, касающиеся кандидатов.

И наконец, главный аргумент в пользу обсуждаемого метода. Анализ поведения акций из промышленного индекса Доу-Джонса за 20 лет (1974—1994) показал, что такой метод позволяет получить среднегодовую прибыль 25%. Таким образом, 10 тыс. долл. с учетом брокерских комиссионных здесь за 20 лет могут превратиться в 860 тыс. долл., а в среднем инвестиционном фонде (7,5% в год) — только в 42 тыс. долл. Эти цифры говорят сами за себя.

Кроме указанных методов формирования портфеля ценных бумаг есть и другие. Однако любой метод, который прекрасно работал в прошлом, может внезапно перестать действовать: рынок переменчив, его законы непрерывно меняются и бывшие успехи не являются гарантией будущих. Поэтому к каждому методу инвестору следует подходить очень внимательно и серьезно, чтобы не потерять то, что имеешь.

8.4. Инвестиционный портфель акций в России

Российский рынок ценных бумаг еще весьма молод, поэтому не имеет столь же обширного информационного обеспечения для формирования портфеля, как рынки зарубежных стран. В то же время необходимость в определенных рекомендациях инвесторам стимулирует поиск оригинальных методик в этой области.

В качестве примера рассмотрим методику формирования портфеля с использованием итогов конкурса «Лучшие российские предприятия», проводимого третий год подряд Российским Союзом промышленников и предпринимателей и Торгово-промышленной палатой России, публикуемых в журнале «Эксперт» для Российской Федерации, стран СНГ и Балтии; индекса акций российских «голубых фишек», а также промышленного индекса «ЮНИТИ», предложенного Н.Д. Эриашвили и Н.Г. Каменевой, который рассчитывается по тому же принципу, что и промышленный индекс Доу-Джонса.

Промышленный индекс «ЮНИТИ» содержит промышленные компании, предприятия, фирмы по отраслям, акции которых представлены на российском фондовом рынке.

Перечень компаний, предприятий, фирм по отраслям промышленности приведены в табл. 8.2.

Представленная модель поведения, к сожалению, не гарантирует успешного инвестирования. Не исключено, что, выбрав компании в следующем году тем же способом, инвестор получит прибыль не бóльшую, а меньшую, чем рост рыночного ин-

лекса. И все же проблема риска в сложившейся ситуации может быть разрешена.

Компании, представленные в табл. 8.2, различны по прибылям и перспективам роста. Как выбрать лучшие, не проводя тщательного анализа, который некоторым физическим инвесторам не под силу?

Опираясь на предложенный метод и журнал «Эксперт», можно для уменьшения риска поместить деньги в несколько компаний, выбор которых проводится по следующей простой схеме:

1. Найти 11 компаний или предприятий, выплачивающих максимальные дивиденды в процентах относительно текущей цены акций.

2. Из этой группы оставить шесть компаний с наименьшей ценой акций.

3. Убрать одну компанию с минимальной ценой акций, оставив из первоначального списка пять компаний.

4. Разделить свой инвестиционный капитал на пять равных частей.

5. 2/5 капитала вложить в компанию с самыми дешевыми акциями.

6. Оставшиеся 3/5 капитала разделить поровну между четырьмя остальными компаниями из списка.

7. Вычислить количество акций каждой компании, которое соответствует выделенным на нее деньгам, и купить эти акции. Образованный таким образом инвестиционный портфель не следует использовать в течение полугода.

Через полгода следует его пересмотреть, применив прежнюю схему. Если новый список не соответствует старому, то необходимо внести необходимые замены, а затем ежегодно повторять эту процедуру.

Таблица 8.2

Рейтинг 200 крупнейших компаний России, входящих в индекс ЮНИТИ

Рейтинг		Отрасль	Компания	Регион	Объем реализации, млн руб		Темп роста, %	Рентабельность
1999	1998				1998	1997		
1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	1	Электроэнергетика	РАО «ЕЭС России»		218 802	214 431	2	7,30
2	2	Нефтяная и нефтегазовая промышленность	ОАО «Газпром»		171 295	138 200	23,4	17,60

Продолжение табл. 8.2

1	2	3	4	5	6	7	8	9
3	3	Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Нефтяная компания «ЛУКОЙл»		81660	53639	52,2	0,70
4	-	Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Башкирская топливная компания	Башкирия	38031,8	36381,5	-9,1	1,00
5	4	Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Сибирско-Дальневосточная нефтяная компания «Сиданко»		31361,8	31077,6	0,9	нд
6	5	Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Нефтяная компания «Сургут нефтегаз»		30568	28959	5,6	17,00
7	7	Машиностроение	АвтоВАЗ	Самарская обл	26255,2	23697,2	10,8	14,00
8	9	Цветная металлургия	РАО «Норильский никель»		25107,1	17813	41	13 00
9	6	Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Нефтяная компания «ЮКОС»		24274,4	26729	-9,2	нд
10	8	Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Нефтяная компания «Сибнефть»		20390,9	18598,7	9,6	нд
11	17	Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Тюменская нефтяная компания	Тюменская обл	17158,9	12650,4	35,6	1,70
12	13	Черная металлургия	«Северсталь»	Вологодская обл	16967	14105	20,3	40,00
13	11	Нефтяная и нефтегазовая промышленность	«Татнефть»	Татария	16938,2	16709,2	1,4	-27,00
14	20	Цветная металлургия	Алмазы России «Апроса-Саха»	Якутия	16790,9	8517,4	97,1	5,80
15	14	Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Нефтяная компания «Славнефть»		16717,5	12242,6	36,5	-2,40

Продолжение табл. 8.2

1	2	3	4	5	6	7	8	9
16	12	Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Нефтяная компания «Роснефть»		14960,2	15781	-3,2	-24,40
17	16	Машиностроение	ГАЗ	Нижегородская обл	14555,9	12749,8	14,2	1,60
18	19	Черная металлургия	Магнитогорский металлургический комбинат	Челябинская обл.	12865,8	10682,2	20,4	3,20
19	18	Черная металлургия	Новолипецкий металлургический комбинат	Липецкая обл.	11034,8	10858,4	1,6	-33,80
20	21	Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Оренбургская нефтяная компания	Оренбургская обл	7428	6596	12,6	1,90
21	26	Угольная промышленность	Концерн Кузбассразрезуголь	Кемеровская обл	6149,9	4965,4	23,9	1,50
22	-	Электроэнергетика	«Татэнерго»	Татария	5756,7	7250,1	-20,7	-2,30
23	27	Электроэнергетика	«Иркутскэнерго»	Иркутская обл	5661,1	4893,1	15,7	6,60
24	23	Химическая и нефтехимическая промышленность	Нижнекамскнефтехим	Татария	5659,6	5254,1	7,7	0,5
25	24	Цветная металлургия	Красноярский алюминиевый завод	Красноярский край	5328,7	5228,5	1,9	23,60
26	31	Черная металлургия	Западно-Сибирский металлургический комбинат	Кемеровская обл.	5088,8	4436,7	14,7	-36,20
27	29	Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Центральная топливная компания	Москва	4664,3	4224	10,4	19,70
28	41	Цветная металлургия	Сибирско-Уральская алюминиевая компания СУАЛ		4586,7	3098,5	48	9,50

Продолжение табл. 8.2

1	2	3	4	5	6	7	8	9
29	44	Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Нефтяная компания «КОМиТЭК»	КОМИ	4436,5	3168,8	40	-63,10
30	22	Черная металлургия	Нижнетагильский металлургический комбинат	Свердловская обл	4373,1	6033,8	-27,5	-31,20
31	28	Черная металлургия	Челябинский металлургический комбинат «Мечел»	Челябинская обл	4311,4	4790,8	-10	-26,60
32	-	Машиностроение	ТВЭЛ		4249,7	1933,6	119,8	17,10
33	38	Черная металлургия	Орско-Халиловский металлургический комбинат	Оренбургская обл	4022,9	3474,1	15,8	-13,20
34	35	Цветная металлургия	Братский алюминиевый завод	Иркутская обл	4005,3	3604,6	11,1	17,40
35	39	Черная металлургия	Оскольский электрометаллургический комбинат	Белгородская обл.	3948,8	3382	16,8	-25,00
36	36	Машиностроение	УАЗ	Ульяновская обл	3619,3	3674,1	-1,5	-3,10
37	35	Черная металлургия	Кузнецкий металлургический комбинат	Кемеровская обл	3474,9	5472,9	-36,5	-12,10
38	-	Нефтяная и нефтегазовая промышленность	Восточная нефтяная компания	Томская обл	3404,6	2307,2	47,6	22,00
39	40	Электроэнергетика	«Новосибирскэнерго»	Новосибирская обл	3397,7	3454,3	-1,6	10,90
40	33	Химическая и нефтехимическая промышленность	«Нижнекамскшина»	Татария	3279,8	3678,8	-17,6	- 4,40
41	43	Химическая и нефтехимическая промышленность	«Акрон»	Новгородская обл.	3197,1	2827,8	13,1	нд.

Продолжение табл. 8.2

1	2	3	4	5	6	7	8	9
42	56	Химическая и нефтехимическая промышленность	«Уралкалий»	Пермская обл.	3113,1	1981,0	57,1	21,10
43	30	Угольная промышленность	«Воркутауголь»	Коми	3048,2	4469,2	-31,8	-8,90
44	50	Цветная металлургия	Богословский алюминиевый завод	Свердловская обл.	3006,9	2341,3	28,4	13,70
45	58	Черная металлургия	Михайловский ГОК	Курская обл.	2997,8	1949,2	53,8	7,60
46	46	Угольная промышленность	«Якутуголь»	Якутия	2990,5	2595,0	15,2	7,70
47	42	Черная металлургия	Лебединский ГОК	Белгородская обл.	2980,6	2997,1	-0,6	-79,80
48	79	Черная металлургия	Качканарский ГОК	Свердловская обл.	2969,6	1447,5	101	5,10
49	47	Угольная промышленность	Красноярская угольная промышленность	Красноярский край	2634,8	2591,9	1,7	14,80
50	80	Химическая и нефтехимическая промышленность	«Аммофос»	Вологодская обл.	2618,1	1449,2	80,7	15,00
51	49	Угольная промышленность	«Ленинскуголь»	Кемеровская обл.	2584,7	2361,5	9,5	-2,40
52	53	Угольная промышленность	«Гуковуголь»	Ростовская обл.	2538,3	2260,1	12,6	-9,80
53	69	Угольная промышленность	Угольная компания «Южный Кузбасс»	Кемеровская обл.	2441,4	1714,5	42,4	4,8
54	54	Машиностроение	Заволжский моторный завод	Нижегородская обл.	2426	2126	14,1	3,20
55	100	Лесная, деревообрабатывающая, целлюлозно-бумажная промышленность	Братский ЛПК	Иркутская обл.	2421	1225,6	97,5	-11,30

Продолжение табл. 8.2

1	2	3	4	5	6	7	8	9
56	87	Машино- строение	ЗИЛ	Москва	2368,5	1683,9	40,7	-32,20
57	60	Черная метал- лургия	Челябинский электро- металлургиче- ский комбинат	Челябин- ская обл	2315,2	1912,4	21,1	-4,80
58	51	Пищевая промышлен- ность	АПК «Черки- зовский»	Москва	2290	2293	-0,1	нд
59	95	Химическая и нефтехи- мическая промышлен- ность	«Сильвинит»	Пермская обл	2248,5	1229,6	82,9	37,30
60	97	Пищевая промышлен- ность	Пивоваренная компания «Балтика»	Санкт- Петербург	2230	1199,2	86,0	37,50
61	93	Цветная ме- таллургия	Новокузнецкий алюминиевый завод	Кемеров- ская обл.	2217,3	1306,2	69,8	-1,20
62	63	Черная метал- лургия	«Тулчермет»	Тульская обл	2176,3	1833,6	18,7	-3,80
63	84	Цветная ме- таллургия	Саянский алюминиевый завод	Хакасия	2041,6	1385,5	47,3	11,30
64	34	Лесная, деревообра- батываю- щая, целлю- лозно- бумажная промыш- ленность	Архангельский ЦБК	Архангель- ская обл	1990,2	1908,4	4,3	-4,10
65	—	Пищевая промышлен- ность	Лианозовский молочный комбинат	Москва	1959,4	1174,5	66,8	16,00
66	55	Угольная промышлен- ность	«Кузнецкуголь»	Кемеров- ская обл	1941,7	2013,1	-3,5	-1,10
67	161	Цветная ме- таллургия	«Уралэлектро- медь»	Свердлов- ская обл	1919,6	708,1	171,1	-5,50
68	67	Лесная, дере- вообрабаты- вающая, цел- люлозно- бумажная промыш- ленность	Котласский ЦБК	Архангель- ская обл	1908,3	1760,4	8,4	10,10

Продолжение табл. 8.2

1	2	3	4	5	6	7	8	9
69	59	Угольная промышленность	«Востсибуголь»	Иркутская обл.	1892,5	1934,2	-2,2	20,30
70	75	Химическая и нефтехимическая промышленность	Кирово-Чепецкий химический комбинат	Кировская обл.	1866,1	1551,3	20,3	4,10
71	—	Машиностроение	«Пермские моторы»	Пермская обл.	1831,4	851,2	115,2	1,60
72	48	Черная металлургия	Первоуральский новотрубный завод	Свердловская обл.	1826,5	2376,5	-23,1	4,10
73	78	Химическая и нефтехимическая промышленность	«Казаньоргсинтез»	Татария	1815,3	1718,4	5,6	15,50
74	64	Машиностроение	Дмитровградский автоагрегат завод	Ульяновская обл.	1805,3	1826,2	-1,1	-0,50
75	81	Лесная, деревообрабатывающая, целлюлозно-бумажная промышленность	Сыктывкарский ЛПК	Коми	1793	1409,8	27,2	8,00
76	—	Машиностроение	«Уральские машиностроительные заводы»	—	1774	1004,1	76,7	-2,10
77	45	Машиностроение	«КамАЗ»	Татария	1720	2752	-37,5	-628,90
78	147	Пищевая промышленность	Кондитерский концерн «Бабаевский»	Москва	1651,8	1316,6	25,5	2,30
79	—	Пищевая промышленность	«Царицыно»	Москва	1647,5	1147,8	43,5	5,00
80	—	Лесная, деревообрабатывающая, целлюлозно-бумажная промышленность	«Волга»	Нижегородская обл.	1630,4	486,1	235,4	-58,20

Продолжение табл. 8.2

1	2	3	4	5	6	7	8	9
81	156	Цветная металлургия	Гайский ГОК	Оренбургская обл	1556,6	734,1	112	5,70
82	—	Машиностроение	Уралвагонзавод	Свердловская обл	1545,6	1309,5	18	16,00
83	132	Лесная, деревообрабатывающая, целлюлозно-бумажная промышленность	«Соликамскбумпром»	Пермская обл.	1540,7	889,5	73,2	11,00
84	99	Лесная, деревообрабатывающая, целлюлозно-бумажная промышленность	«Кондопога»	Карелия	1520	1188	27,9	5,10
85	91	Машиностроение	«Кировский завод»	Санкт-Петербург	1429,6	1579,3	-5	7,30
86	106	Черная металлургия	«Карельский Окамыш»	Карелия	1499	1121	33,7	7,60
87	94	Цветная металлургия	Ачинский глиноземный комбинат	Красноярский край	1487,3	1297,2	14,7	6,90
88	106	Черная металлургия	Чусовский металлургический завод	Пермская обл.	1477,9	1120,1	31,9	1,90
89	71	Химическая и нефтехимическая промышленность	«Азот» (г. Тольятти)	Самарская обл.	1472,5	1729	-14,8	8,80
90	116	Цветная металлургия	«Ависма» (Березовский титано-магниевый комбинат)	Пермская обл	1454,7	1022,9	42,2	33,90
91	—	Химическая и нефтехимическая промышленность	«Каучук»	Башкирия	1440,8	1874,6	-22,7	-0,40
92	68	Угольная промышленность	«Челябинскуголь»	Челябинская обл	1439,2	1729,3	-16,8	-16,90
93	107	Химическая и нефтехимическая промышленность	«Каустик»	Башкирия	1428,4	1432	-0,3	-2,70

Окончание табл. 8.2

1	2	3	4	5	6	7	8	9
94	88	Цветная металлургия	ВСМПО (Верхнесадинское металлургическое ПО)	Свердловская обл.	1425	1353,9	5,2	8,30
95	72	Угольная промышленность	«Прокопьевскуголь»	Кемеровская обл.	1424,5	1653,2	-13,8	-27,00
96	—	Машиностроение	Ижевский электромеханический завод	Удмуртия	1396,1	1007,4	38,6	2,10
97	122	Химическая и нефтехимическая промышленность	«Куйбышев-азот»	Самарская обл.	1381,1	1665,5	-17,1	3,40
98	70	Черная металлургия	Выксунский металлургический завод	Нижегородская обл.	1365,5	1714,1	-20,3	2,40

Глава 9. Рынок ценных бумаг США

Рынок ценных бумаг США является крупнейшим в мире, на его долю приходится почти 40% мирового рынка ценных бумаг. Рынок ценных бумаг в США делится на два крупных сегмента: организованные биржи ценных бумаг и внебиржевой рынок. При этом наличие компьютеризированных систем торговли на данных рынках стерло различия между ними.

Согласно Закону о торговле ценными бумагами (1934 г.), национальные биржи ценных бумаг должны быть зарегистрированы в Комиссии по ценным бумагам и биржам. В 1938 г. их было 38, в 1962 г. — 14, а к 1994 г. активные сделки осуществлялись лишь на семи биржах: Нью-Йоркской фондовой бирже, Американской фондовой бирже, Американской фондовой бирже Среднего Запада (Чикаго), Тихоокеанской фондовой бирже (Сан-Франциско и Лос-Анджелес), Филадельфийской фондовой бирже, Бостонской и Фондовой биржа Цинциннати.

Самой крупной биржей является Нью-Йоркская (New York Stock Exchange — NYSE), на которой число проданных акций и их стоимость превосходит показатели всех остальных бирж США.

Внебиржевой рынок ценных бумаг США огромен, по общему объему и стоимости он заметно превалирует над совокупной торговлей на всех фондовых биржах США. Однако в отличие от торговли на биржах на внебиржевом рынке преобладают сделки с облигациями. Совершаются также сделки с ценными бумагами правительства и государственных агентств США, муниципальными облигациями, облигациями корпораций и множеством выпусков акций, не зарегистрированных на биржах.

Наряду с акциями известных компаний на внебиржевом рынке торгуют и менее известными акциями, и акциями непроверенных, рискованных предприятий.

9.1. Инструменты фондового рынка США

Акции корпораций. У инвесторов США имеется большой выбор акций. Так, к началу 90-х годов насчитывалась 1741 эмиссия обыкновенных акций, зарегистрированных на NYSE, 4132 эмиссии NASDAQ и 859 эмиссий на AMEX¹. Кроме того, в биржевом электронном бюллетене Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам котируются тысячи прочих местных или региональных эмиссий.

Исследования, проведенные Нью-Йоркской фондовой биржей, свидетельствуют о том, что более 50 млн американцев владеют акциями публичных акционерных компаний или акционерных инвестиционных фондов открытого типа (т. е. каждый четвертый взрослый американец). Несмотря на изменение условий эмиссии обыкновенных акций приобретаются они в основном по одним и тем же причинам: долгосрочный прирост капитала, получение дивидендов и защита от инфляции.

Обыкновенные акции. Все корпорации выпускают обыкновенные акции, которые составляют главную их собственность и являются средством контроля над компанией. Их держатели имеют право присутствовать на собраниях акционеров, принимать участие в голосовании, выбирать директоров. Однако на практике право голоса передается представителю компании, который и голосует за выбранного акционером кандидата. Кроме того, большая часть акций может принадлежать институциональным инвесторам, поэтому голос частного инвестора по существу не оказывает влияния на управление компанией.

Держатели обыкновенных акций получают доходы в последнюю очередь, так как все другие ценные бумаги должны быть оплачены ранее. Аналогичная ситуация складывается в случае банкротства компании.

Если компания ликвидируется, то держатели обыкновенных акций правомочно разделить между собой остаточную стоимость активов только после того, как будут выплачены долги кредиторам и владельцам привилегированных акций компании.

¹ Ричард Дж. Гьюлз и др. Фондовый рынок. — М.: ИНФРА-М, 1997

Обыкновенные акции могут иметь *номинальную, или установленную, стоимость*, хотя эти термины не имеют практического значения для инвесторов и являются бухгалтерскими.

Балансовая стоимость акции определяется как установленная стоимость на каждую акцию.

Владельцы обыкновенных акций могут получать дивиденды и наличными, и в виде дополнительных акций. Дивиденды наличными выплачиваются из текущих доходов. Дивиденды, выплаченные акциями, считаются капитализацией прибыли компании.

При выплате дивидендов акциями в отличие от выплаты наличными владелец получает преимущество — отсрочку налогообложения до момента продажи акций.

Корпорации могут приобретать собственные акции, которые были в свое время публично проданы. Эти акции не имеют права голоса и не приносят дивидендов. Например, когда рыночные котировки акций отдельных корпораций бывают ниже балансовой стоимости, им выгодно выкупать их для решения ряда задач: выплаты вознаграждений своим работникам акциями, поддержки рынка собственных акций, предотвращения поглощения корпорации. Накапливая большое количество акций, выпущенных, а затем вновь купленных, руководители корпораций получают возможность в большей степени контролировать акционерный капитал, поскольку такие акции не могут быть использованы для голосования против них.

Привилегированные акции корпорации дают право их владельцам получать дивиденды из прибыли компании раньше других акционеров обычно в виде процентного платежа по фиксированной ставке. Они являются *кумулятивными*, если иное не предусмотрено. Это означает, что в случае убыточности компании причитающаяся сумма должна быть выплачена владельцам привилегированных акций вместе с дивидендами за следующий год до выплаты другим акционерам.

Держатели привилегированных акций обычно не имеют права голоса на собрании акционеров и, следовательно, не участвуют в управлении бизнесом.

Преимущество привилегированных акций над обыкновенными проявляется также в том, что при ликвидации компании владелец привилегированных акций имеет имущественное право требования на оставшиеся активы (после держателей облигаций).

Номинальная стоимость привилегированных акций в отличие от обыкновенных может иметь большое значение, поскольку с ней связаны нормы дивидендов. Нестабильность рынка фиксированных доходов привела к созданию привилегированных акций с «плавающей» ставкой дивиденда, которая периодически пересматривается.

В отличие от облигаций привилегированные акции не представляют собой заимствованные средства и не имеют даты погашения, однако как и в случае с долгами обязательства существуют выкупные фонды для возможного выкупа акций по номинальной стоимости или с небольшой премией. Но чаще корпорации образуют выкупной фонд на покупку акций на открытом рынке с оговоркой о долгосрочном выкупе.

Облигации. Многие компании часть долгосрочного капитала привлекают путем выпуска долговых обязательств и облигаций. В отличие от акций эти ценные бумаги представляют собой долг компании держателям долговых бумаг. Они не дают права на собственность компании, и доход по ним выплачивается в процентах от предоставленной держателем суммы. Таким образом, держатель любой облигации является кредитором в отличие от владельца любой акции, являющегося собственником. Владельцы облигаций не имеют права голоса и права участия в чистых прибылях корпорации, но могут требовать от корпорации удовлетворения своих прав, вплоть до требования объявления корпорации банкротом.

Первичными покупателями долговых обязательств корпораций являются институциональные инвесторы, и в первую очередь учреждения, не облагаемые налогами (благотворительные, пенсионные фонды и проч.), страховые компании, осуществляющие страхование собственности от несчастных случаев и т. д.

С 1983 г. в США выпускаются только именные корпоративные облигации, а раньше выпускались облигации на предъявителя с процентными купонами. Выплата процентов — при предъявлении купона за счет и по поручению эмитента. Часть таких облигаций еще осталась в обращении.

С точки зрения сроков обращения, корпоративные облигации делятся:

— на краткосрочные — со сроками погашения от 1 года до 5 лет;

— на среднесрочные — со сроками погашения от 5 до 10 лет; они наиболее распространены по сравнению с краткосрочными и популярны у банков и других финансовых организаций;

— на долгосрочные — сроки погашения свыше 10 лет; часто эти облигации погашаются до истечения полного срока обращения посредством операций фонда погашения.

Корпоративные облигации различаются и по степени обеспеченности — на необеспеченные и обеспеченные.

Долговые обязательства, *не имеющие специального обеспечения*, эмитируются и размещаются на основе доверия к эмитенту, многие из них имеют рейтинги AAA. Это долговые обязательства крупных корпораций, доходы которых позволяют регулярно производить выплаты по облигациям. Качество таких долговых обязательств превосходит качество некоторых видов обеспеченных облигаций с точки зрения безопасности, поэтому они быстро раскупаются.

Необеспеченные облигации могут иметь более низкий статус. Они выпускаются в качестве конвертируемых, которые могут быть обменены на обыкновенные акции эмитента. Это право фиксируется условиями выпуска.

Обеспеченные облигации в свою очередь классифицируются в зависимости от конкретного вида обеспечения.

Облигации, обеспеченные закладными под недвижимость. Широко распространенные ранее, в настоящее время эти виды облигаций сохраняются главным образом в газовой промышленности и электроснабжении. Корпорации выпускают перво-закладные и вторичнозакладные облигации. В договоре о выпуске облигаций, обеспеченных первыми закладными под недвижимость, устанавливается первоочередное право удержания имущества (распространяется на всю недвижимость, которая принадлежит эмитенту). Соответственно инвесторы получают либо первое право удержания имущества, либо второе (при выпусках вторичных облигаций).

Обеспеченные закладными под недвижимость облигации могут иметь фонды погашения и быть погашенными через определенный срок, составляющий обычно пять лет.

Облигации, обеспеченные другими ценными бумагами. Выпуск этих облигаций обеспечивается путем депозита других ценных бумаг, находящихся у доверенного лица. При этом стоимость обеспечения обычно превышает сумму заимствования на 30%.

Довольно разнообразны так называемые «бросовые» облигации, но они имеют объединяющий их признак — более низкий рейтинг по сравнению с эмиссиями инвестиционного класса. Агентство по рейтингу ценных бумаг «Moody's» и рейтинговая корпорация «Standard & Poog's» дают оценку облигациям исходя из уровня кредитного риска. Наиболее надежными являются облигации, имеющие рейтинг Ваа («Moody's»), ВВВ («Standard & Poog's») и выше. Облигации с рейтингом, ниже указанного, содержат неприемлемые для инвестора риски, поэтому они получили наименование «бросовых», или «мусорных». Однако на практике случаев прекращения платежей по этим ценным бумагам наблюдается не намного больше, чем у облигаций нижнего уровня инвестиционного класса. На самом деле эти облигации приносят более высокие доходы, чем компенсируют повышенный риск их приобретения.

«Бросовые» облигации делятся на две категории: на облигации, имеющие название «падшие ангелы», и другие облигации.

Среди категории облигаций «падшие ангелы» встречаются такие выпуски, которые ранее имели рейтинг инвестиционного класса, а затем по ряду причин перешли в разряд ценных бумаг с высоким доходом.

К категории другие «бросовые» облигации относятся облигации корпораций, у которых наблюдается высокая доля заемного капитала, либо корпораций, никогда не имевших рейтинга инвестиционного класса.

Облигации, проценты по которым выплачиваются при наличии прибыли у компании. Их называют также облигациями урегулирования (перестроечными облигациями). Они часто выпускались при реорганизации обанкротившихся компаний, а позже стали использоваться при изменении структуры оплаченного капитала компании при выкупе за счет кредита контрольного пакета акций корпорации. Такие облигации продаются без процентов. Проценты выплачиваются лишь в том случае, если они заработаны. Если же проценты не выплачиваются, то держатель подобных облигаций не имеет права требовать удовлетворения. Вместе с тем невыплаченный процент накапливается подобно дивидендам по кумулятивной привилегированной акции.

Рейтинг корпоративных ценных бумаг. При выборе облигаций инвесторы должны учитывать тип эмитента, срок их погашения, доходность и возможность досрочного погашения. Вместе с тем существует еще один важный фактор — рейтинг облигации.

Рейтинг дает представление о степени надежности ценной бумаги, т. е. вероятности возврата заемщиком основной суммы долга и своевременной выплате процентов. Рейтинги определяются и публикуются независимыми организациями, основными из которых являются агентства «Standard & Poor's Corporation» и «Moody's Investors Services Incorporated».

Рейтинги этих агентств охватывают большинство корпоративных и муниципальных облигаций, находящихся в публичном обращении.

«Moody's Investors» определяет также рейтинг многих казначейских ценных бумаг и облигаций, выпущенных государственными ведомствами.

Система рейтинга облигаций схожа с системой рейтинга привилегированных акций, однако сравнивать их напрямую нельзя, поскольку облигации — это долговые обязательства, а привилегированные акции позволяют участвовать в собственности корпорации.

При определении рейтинга агентства используют систему буквенных обозначений. Агентство «Standard & Poor's» для оценки облигаций пользуется первыми четырьмя буквами латинского алфавита, комбинируя их по шкале убывающего качества: AAA, AA, A, BBB, BB, B и т. д. до D включительно, причем рейтинг D означает неплатежеспособность эмитента.

Самый высокий рейтинг обозначается тремя буквами AAA.

Агентство «Moody's Investors» также использует буквенную символику, но ограничивается тремя первыми буквами алфавита Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca, C. При этом облигации неплатежеспособного заемщика обозначаются комбинациями букв C. Кроме того, при необходимости для большей точности к буквенному рейтингу добавляются знаки «+» или «-». Например, рейтинг A+ выше, чем A.

Агентства очень серьезно относятся к определению рейтингов, поскольку при реальном рейтинге, присвоенном той или иной облигации, возможна экономия миллионов долларов на выплате процентов. Аналитики агентств изучают финансовое состояние и результаты деятельности эмитентов и проверяют их устойчивость к неблагоприятным для бизнеса условиям.

Присвоенные облигациям рейтинги периодически пересматриваются и корректируются в соответствии с изменениями финансового состояния эмитента. Система рейтинговой оценки используется и применительно к акциям.

Корпорация «Стандарт энд Пуэрз» делит обыкновенные акции по степени их надежности на следующие группы: А+ — высший уровень надежности, А — высокий, А — выше среднего, В+ — средний, В — ниже среднего, В — низкий, и С — очень низкий. Отнесение акций к той или иной группе производится на основе анализа показателей доходов и выплаты дивидендов за предыдущие годы (восемь лет).

Привилегированные акции, как и облигации, тоже имеют систему рейтинговой оценки, построенную на буквенных обозначениях.

Американские депозитарные свидетельства (АДС) — это инвестиционный инструмент, с помощью которого осуществляется торговля иностранными эмиссиями акций в США. Они появились в 20-х годах XX в. и были изобретены банком «Morgan Quaranty Trust». Суть этого метода заключается в том, что банк хранит соответствующие акции в том или ином филиале за границей (обычно в стране эмитента), а свидетельства, служащие обеспечением акций, выпускаются и обращаются на американском рынке ценных бумаг. В настоящее время и другие банки, в частности «Citibank», «Bank of New York» и «Bank of America», занимаются этим видом деятельности. За эмиссии и обработку данных свидетельств банки получают вознаграждение. Держатели АDR обычно сохраняют права акционеров ценных бумаг в стране эмитента, а дивиденды выплачиваются в американских долларах.

Интерес к этим ценным бумагам растет, и если ранее они обращались практически только на внебиржевом рынке, то в начале 90-х годов 75 иностранных эмитентов имели листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже, несколько десятков — на Американской фондовой бирже и около 100 эмитентов — в системе NASDAQ и т. д.

Ценные бумаги правительства США и муниципальные ценные бумаги. США являются самым крупным заемщиком в истории. Федеральное правительство так же, как и власти штатов и городов, выпускает долговые обязательства для финансирования различных программ и проектов. Преобладают три основных вида обязательств, которые различаются в основном сроками погашения: казначейские векселя со сроками погашения до 1 года, казначейские билеты со сроком погашения от 1 года до 7 лет и облигации Правительства США со сроком погашения от 7 до 30 лет.

Краткосрочные казначейские векселя составляют основной объем государственного финансирования. Они выпускаются со сроками погашения три месяца, шесть месяцев и один год с момента эмиссии. Казначейство продает их с дисконтом на конкурсной основе. Они выпускаются с пятью номиналами от 10 тыс. до 1 млн долл. Доход инвестора составляет разница между ценой покупки и номинальной стоимостью, получаемой при погашении. Вместе с тем векселя могут быть проданы до срока погашения на вторичном рынке. Частные лица могут приобрести эти ценные бумаги без уплаты комиссионных непосредственно в федеральных резервных банках или в Управлении государственных займов, а за определенные комиссионные — в некоторых коммерческих банках, у дилеров государственных ценных бумаг и в брокерских конторах.

Популярность казначейских векселей возросла в связи с повышением процентных ставок в конце 70 — начале 80-х годов. Во второй половине 1991 г. в обращении находилось казначейских векселей на общую сумму около 564,6 млрд долл.

Казначейские билеты (казначейские ноты) — это среднесрочные ценные бумаги, которые завоевывают все большую популярность среди инвесторов. Это связано прежде всего с тем, что их номинальная стоимость обычно колеблется от 1000 до 5000 долл., и потому они гораздо доступнее для большинства инвесторов, чем казначейские векселя с минимальной суммой займа. Кроме того, в связи с более поздним сроком погашения они обеспечивают и более высокую доходность в виде фиксированного процента.

Потребности Министерства финансов США в более долгосрочном финансировании обслуживаются путем эмиссии долгосрочных облигаций. Как правило, они имеют довольно низкий номинал — 1000 долл., для них устанавливается фиксированный процент и срок погашения. Однако ряд долгосрочных облигаций погашается Министерством финансов до наступления объявленных сроков погашения благодаря оговорке о досрочном выкупе. Эти облигации выпускаются только в бездокументарной форме в виде записей на счетах.

Купля-продажа государственных ценных бумаг осуществляется на внебиржевом рынке. К числу крупнейших дилеров относятся те, которые признаны федеральной резервной системой в качестве первичных. Они принимают участие в регулярных аукционах Министерства финансов США. Дилеры связаны между

собой телефонной или компьютерной сетью, их прибыль в виде наценки включается в цену приказа клиента о покупке или как скидка вычитается из цены исполнения приказа клиента о продаже. В сделках на вторичном рынке почти полностью преобладают первичные дилеры и их клиенты.

Основными покупателями государственных долговых обязательств являются крупные институциональные инвесторы, в том числе иностранные, в руках иностранных инвесторов — страховых компаний, пенсионных фондов, центральных банков и физических лиц — находится 40% совокупного государственного долга США (1,3 трлн долл.).

Кроме государственных ценных бумаг, описанных выше, существуют разнообразные эмиссии, осуществляемые ассоциациями или агентствами, созданными по решению конгресса. Многие из них имеют государственную гарантию, но их качество немного ниже государственных (Министерства финансов США), поэтому обычно они имеют более высокую доходность для компенсации инвестору повышенного риска. Большинство ценных бумаг государственных агентств не освобождаются от уплаты налогов штату или местным органам власти.

Сроки погашения этих ценных бумаг разнообразны — от нескольких месяцев до 20 и даже 30 лет. Конгресс создал широкий круг агентств, которые получили право выпускать ценные бумаги.

Облигации местных органов власти. Ценные бумаги, выпускаемые штатами и местными органами власти, обычно называются *муниципальными*, хотя реальным эмитентом их может быть и местный школьный округ, и такой большой штат, как, например, Калифорния.

Процентные платежи по муниципальным ценным бумагам освобождены от обложения налогами штатов и местных органов власти.

С точки зрения надежности, муниципальные облигации в США имеют две категории: обеспеченные общей гарантией и доходами от проекта. *Облигации, обеспеченные общей гарантией*, имеют достаточно высокую репутацию с позиции своевременной выплаты процента и основного долга. Этот тип облигаций гарантируется налоговыми органами, поэтому по надежности они уступают лишь ценным бумагам Правительства США.

Облигации, обеспеченные доходами от проекта, выпускаются агентствами или органами власти, созданными, согласно законодательству, в штатах и городах. Эти агентства обеспечивают свою деятельность, в том числе и обслуживание долга, за счет

получаемых доходов. На средства, привлеченные путем выпуска муниципальных облигаций, кроме уже осуществленных грандиозных проектов, построены сотни больниц, гражданских центров, стадионов и т. п. Облигации, обеспеченные доходом от проекта, имеют сроки погашения от 20 до 30 лет, но могут быть погашены и раньше.

Практика показывает, что штаты и города испытывают потребность в наличных деньгах (налоговые поступления идут раз в квартал и даже в год, а расходы постоянны), поэтому они часто прибегают к выпуску краткосрочных ценных бумаг — векселей. Их эмиссия осуществляется по номинальной стоимости с фиксированной купонной ставкой. В то же время растет рынок краткосрочных ценных бумаг, продаваемых с дисконтом (со скидкой от номинала), а погашаемых по номинальной стоимости.

Сделки с муниципальными ценными бумагами, подобно правительственным бумагам, в США осуществляются на внебиржевом рынке. Основными покупателями являются банки, страховые компании, взаимные фонды открытого типа и физические лица. Для благотворительных и пенсионных фондов эти ценные бумаги большого интереса не представляют, поскольку они не платят налоги в любом случае. Рынок этих ценных бумаг не считается ликвидным из-за огромного количества эмитентов (около 40 тыс.).

9.2. Организация фондового рынка

На рынке ценных бумаг действуют тысячи фирм. Только на рынке корпоративных ценных бумаг действуют, например, 8 тыс. специализированных компаний. Это брокерско-дилерские фирмы, инвестиционные банки. Имеются также крупнейшие брокерско-дилерские компании, которые выполняют все виды услуг. Нью-Йоркские фирмы носят название инвестиционных банков и обслуживают только крупных клиентов. Есть и специализированные фирмы, работающие лишь с одним типом ценных бумаг, например муниципальные. Существуют и так называемые дисконтные фирмы, или дисконтные дома, которые специализируются на исполнении заявок по поручению клиента.

На рынке ценных бумаг США присутствует несколько типов инвестиционных компаний, среди которых наиболее распространены управленческие. Они управляют фондами двух типов: открытыми (взаимными) и закрытыми.

Открытый фонд напрямую заключает сделки с инвесторами. Инвестор может купить или продать (вернуть) акции открытого фонда в любое время.

Закрытый фонд имеет в обращении постоянное количество акций. Инвесторы покупают и продают их на открытом рынке наравне с другими акциями. Учитывая, что рыночная цена акций формируется под влиянием спроса и предложения, акции закрытого фонда могут продаваться с надбавкой (премией) или чаще с дисконтом к чистой стоимости.

Взаимный фонд представляет собой портфель ценных бумаг, принадлежащий его акционерам. Каждый покупатель акций фонда становится его долевым собственником. Акционеры фонда выбирают руководящий орган – Совет директоров, который контролирует осуществление операций и управление портфелем. Деятельность всех фондов жестко регулируется Комиссией по ценным бумагам и биржам. Существует пять основных типов взаимных фондов:

- фонды обыкновенных акций почти все средства инвестируют в обыкновенные акции;

- доходные фонды формируют портфели ценных бумаг (облигаций, обыкновенных и привилегированных акций);

- облигационные фонды инвестируют средства в первую очередь в облигации с целью получения высокого дохода и сохранения стоимости капитала;

- сбалансированные фонды вкладывают средства как в обыкновенные акции, так и облигации;

- фонды денежного рынка обеспечивают своим акционерам возможность участия в операциях с высококачественными краткосрочными финансовыми документами.

Взаимные фонды в США получили наибольшее распространение, хотя в некоторых областях преобладают закрытые инвестиционные компании.

В последние десятилетия наиболее динамично развивались так называемые страховые фонды (преимущественно закрытые), вкладывающие средства в ценные бумаги отдельных стран.

Крупнейшими покупателями государственных ценных бумаг (федерального правительства и местных органов власти) являются коммерческие банки. Они принимают также активное участие в андеррайтинговых синдикатах по муниципальным облигациям.

9.3. Организованные рынки ценных бумаг США

Рынок ценных бумаг США делится на биржевой и внебиржевой. Важнейшей функцией биржевой торговли является создание устойчивого рынка для отдельных эмиссий ценных бумаг. В 1994 г. в США функционировало семь фондовых бирж. Среди них доминирующее положение занимает Нью-Йоркская биржа. Межрыночная торговая система обеспечивает постоянный доступ на рынок этой биржи ценных бумаг из региональных и других источников без потерь в ценах. В 1990 г. объем торгов составил 1,325 трлн долл.¹, в 1995 г. объем торговли акциями равнялся 12,5 млрд долл в день. В это же время на Нью-Йоркской фондовой бирже было зарегистрировано свыше 2200 эмиссий акций, представляющих более 1700 компаний.

Нью-Йоркская фондовая биржа (НФБ) в течение многих лет существовала как добровольная ассоциация, и только в 1972 г. она была реорганизована в некоммерческую корпорацию. Совет управляющих был заменен Советом директоров. Доступ к торгам предоставляется членам биржи, количество которых равно 1366. Цена членства или места на бирже постоянно меняется и в значительной мере может зависеть от прогнозов рыночной активности.

С 1978 г. членам биржи было предоставлено право сдавать в аренду свои места, что стало источником дохода во время стабильности на рынке или ожидания подорожания этих мест.

Члены биржи выполняют различные функции. Наибольшее их число составляют брокеры, которые совершают публичные сделки и выполняют приказы, поступающие из операционного зала, или через зарегистрированного представителя клиента, или с места в торговом зале. Они призваны обеспечить клиенту наилучшую цену в соответствии с инструкциями по приказу. Количество брокеров обычно равно 500 из 1366 членов.

Следующая большая группа членов биржи — специалисты (их около 400). Они обслуживают акции каждой компании. Главной обязанностью специалиста является «поддержание добросовестной и адекватной рыночной конъюнктуры» по закрепленным за ним акциям. В связи с этим он покупает и продает акции за свой счет, если нет других конкурентоспособных предложений о покупке или продаже. В этом случае

¹ Ричард Дж. Тьюлз и др. Фондовый рынок. — М : ИНФРА-М, 1997.

он выступает в роли дилера (как на внебиржевом рынке). В 1976 г. НФБ ввела в действие электронную систему расчетов по небольшим сделкам, с помощью которой брокерские компании — члены биржи получили возможность направлять полученные приказы от клиента непосредственно специалисту в торговой точке биржи.

Специалист выступает в роли дилера также и в случае, если инвестор покупает или продает нестандартный лот (от 1 до 99 акций, а не 100). Лимитная нестандартная сделка на НФБ обрабатывается в компьютере и выполняется автоматически по цене «ближайшей» стандартной сделки, заключенной в данной торговой точке.

Специалист постоянно получает информацию о наличии нестандартных сделок в его портфеле, и за эту услугу он получает с клиента небольшую сумму с каждой акции. Нелимитный приказ на нестандартную сделку выполняется немедленно по ценам покупки или продажи, установленным НФБ.

Следующими по численности среди членов биржи идут брокеры, работающие в биржевом зале, или, как их часто называют, «двухдолларовые брокеры». Это название они получили во времена, когда величина комиссионных за выполнение ими приказов других брокеров равнялась двум долларам. Они являются по сути брокерами брокеров, поскольку выполняют поручения комиссионных брокеров, которые не успевают выполнять заказы.

Существует также небольшое число зарегистрированных торговцев — членов (зарегистрированные трейдеры), которые в отличие от специалистов не несут ответственности за определенные акции. Они заключают сделки за собственный счет и от своего имени.

Сведения о сделках, которые имели место на НФБ, поступают в Национальную клиринговую корпорацию по ценным бумагам, которая определяет взаимные обязательства сторон, участвующих в сделках. Кроме того, она является гарантом при отказе от платежа кого-либо из участников, для чего за счет их взносов создается специальный клиринговый фонд.

После процедуры определения взаимных обязательств осуществляются поставки ценных бумаг и совершение платежа. В связи с тем, что большинство эмиссий осуществляется в безбумажной форме, они имеют сертификаты. Сертификаты акций являются свидетельством собственности и могут быть выпущены на любое число. После совершения покупки трансфертный

агент (трансферт-поставка) регистрирует изменение собственности в день расчета по сделке (обычно в течение пяти дней после даты покупки). Аннулируется старый сертификат на прежнего владельца и выдается новый на фамилию покупателя или номинального собственника («уличное имя») — брокера, обслуживающего покупателя. Эта процедура упрощается, когда сертификаты акций хранятся в централизованном депозитарии — депозитарно-доверительной компании.

Революция в телефонной, компьютерной и других видах связи в США привела к снижению потребности в наличии бирж, расположенных в региональных населенных и коммерческих центрах. В связи с этим постепенно исчезли многие жизнеспособные в прежние времена биржи. На оставшихся региональных биржах торгуют в основном акциями, имеющими листинг на НФБ и Американской фондовой бирже. Система торговли здесь в целом аналогична той, что сложилась на Нью-Йоркской фондовой бирже.

В Америке существуют также крупные биржи, торгующие производными ценными бумагами — опционами и фьючерсами. Торговля опционными контрактами была стандартизована в 70-е годы XX в. и впервые стала осуществляться на Чикагской бирже опционов, созданной в 1973 г. Расчеты ведутся через опционную клиринговую корпорацию.

Основные биржи финансовых фьючерсов — Чикагская торговая палата и Чикагская товарная биржа. Вместе с тем торговля фьючерсами на биржевые индексы и казначейские облигации осуществляется и на Нью-Йоркской фондовой бирже.

9.4. Внебиржевая торговля ценными бумагами

Внебиржевой рынок — самый крупный и старый рынок ценных бумаг США. Он не имеет единого торгового центра как места торговли, однако все брокеры-дилеры, работающие на этом рынке, соединены между собой телефонной связью и системой НАСДАК (автоматизированной системой котировки Национальной ассоциации фондовых дилеров). На внебиржевом рынке имеют хождение почти все федеральные и корпоративные облигации, а также почти все новые, выпущенные в обращение, акции, акции большинства взаимных фондов, акции некоторых иностранных фирм и акции национальных компаний — около 30 тыс. наименований.

До образования системы НАСДАК (1971) внебиржевой рынок акций состоял из торговцев, которые были связаны телефоном и являлись представителями различных фирм. Это были дилеры, делающие двусторонний рынок, который не имел (и не имеет до сих пор) ограничений в поисках партнера по предполагаемой сделке.

С введением компьютеризированной системы торговли внебиржевой рынок перешел на стадию применения новой технологии. НАСДАК — это общенациональная компьютерная система, которую обслуживают два вычислительных центра. Ее пользователями являются брокерско-дилерские фирмы (3200 терминалов) и абоненты, получающие с помощью этой системы информацию о рынке акций, имеющих котировку в НАСДАК (200 тыс. терминалов в 50 странах)¹.

В котировочный список системы НАСДАК входит свыше 4 тыс. акций. Чтобы попасть в список, необходимо пройти процедуру, подобную требованиям листинга Нью-Йоркской фондовой биржи, хотя и менее жесткую.

Частные торговые системы. В последнее время особую популярность приобрели так называемые электронные информационные сети (ЭИС), представляемые средствами массовой информации как революция в мире традиционных бирж. Значительная часть операций институциональных инвесторов с акциями уже осуществляется за пределами бирж.

ЭИС предлагает своим клиентам выполнение операций за несколько секунд с немедленным предоставлением счета за осуществленную сделку и за оказанные услуги. Сами по себе ЭИС — это обычные компьютерные сети, с помощью которых на основе приказа клиента можно произвести анонимную торговлю акциями. Принципиальная новизна состоит в том, что благодаря прямой связи с клиентами снижаются операционные издержки за счет устранения финансовых посредников (маркет-мейкеров и маклеров), которые особенно многочисленны в США. Распространение Интернета стало одним из катализаторов развития ЭИС.

В США в торговле некоторыми акциями есть два лидера — «Instinet» и «Island». При этом «Instinet» производит операции с институциональными инвесторами, а созданная в 1996 г. ЭИС «Island» ориентируется на частных инвесторов. В июне 1999 г. ЭИС «Island» подала заявку на регистрацию в качестве фондо-

¹ Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки. — М.: ИНФРА-М, 1996.

вой биржи, т. е. она пытается предоставить своим клиентам возможность торговать акциями, котирующимися на Нью-Йоркской фондовой бирже. В свою очередь, «Instinet» совместно с консорциумом влиятельных инвестиционных банков приобрела в июне 1999 г. контрольный пакет акций британской электронной биржи.

Вместе с тем возможности ЭИС ограничены из-за отсутствия соответствующих операционных отделов для проведения крупномасштабных клиринговых и расчетных операций.

9.5. Фондовые индексы рынка США

Кроме индексов Доу-Джонса, основного индекса рынка АМЕКС (Amex Corp.) и индекса «Standard & Poor's 500», о которых подробно рассказано в главе 7, в США существует составной индекс Нью-Йоркской фондовой биржи (NYSE Comp.). Он включает более 1500 обыкновенных акций, продаваемых на бирже. Взвешивается по капитализации, т. е. изменение цены на данный вид акций влияет на величину индекса пропорционально рыночной стоимости всего выпуска акций. Публикуется с 1966 г.

Индекс «Value Line» — это среднее геометрическое курсов 1695 акций, обращающихся на Нью-Йоркской и Американской фондовых биржах и вне их.

Индекс «NASDAQ» — это индекс, охватывающий акции компаний, котирующихся на электронном фондовом рынке США. Автоматизированная система внебиржевых торгов ценными бумагами существует с 1971 г. и принадлежит Национальной ассоциации фондовых дилеров. Индексы NASDAQ включают шесть отраслевых и один общий: композитный, промышленный, банковский, страховой, прочих финансовых учреждений, транспортный и компаний общественного пользования.

Среди других индексов следует упомянуть индекс «Уилшир 5000» (Wilshire 5000) и индексы группы «Рассел» (Russell).

9.6. Регулирование фондового рынка США

Регулирование рынка ценных бумаг в США наиболее строгое и разработанное в мире. Профессиональные участники рынка не раз поднимали дискуссии о целесообразности столь жестких правил, однако история американского рынка не раз подтверждала правильность такого пути.

В настоящий момент в США существует три уровня регулирования — федеральный, уровень отдельного штата и уровень самой индустрии рынка ценных бумаг. Основой федерального законодательства являются законы о ценных бумагах 1933 и 1934 г. До начала 30-х годов регулирование рынка со стороны государственных органов практически отсутствовало, и деятельность фондовых бирж и их участников регулировалась правилами самих бирж, а также гражданским и уголовным законодательствами штатов. В те годы для рынка были характерны такие операции, которые сейчас считаются незаконными (фиктивные операции, сделки по договоренности и т. д.). Закон о ценных бумагах 1933 г. ввел регулирование выпуска ценных бумаг в обращение, т. е. отрегулировал первичный фондовый рынок. Основной идеей закона стало требование о раскрытии информации для инвесторов путем регистрации в федеральном органе специального документа, содержащего информацию об инвесторе и способах использования полученных им на фондовом рынке средств. При обнаружении неточностей и искажений в представленной информации инвесторы получили право обращаться в суд с иском на эмитента.

В том же году был принят Закон о банках, который разграничил коммерческую и инвестиционную деятельность американских банков. Согласно данному Закону, американские коммерческие банки не имели права осуществлять инвестиции в ценные бумаги корпораций, не могли проводить подписку на ценные бумаги и заниматься с ними брокерско-дилерскими операциями. Поэтому после принятия данного Закона многие существовавшие в тот период банки были вынуждены либо избрать определенную специализацию, либо разделиться на две самостоятельные компании.

В 1934 г. был принят Закон о фондовых биржах, регулирующий вторичный рынок ценных бумаг. Главным в этом Законе стало создание федерального органа — Комиссии по ценным бумагам и биржам, которой была поручена функция регистрации всех профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Кроме того, Закон ввел ограничения на некоторые биржевые операции и инвестиционную активность инсайдеров (директоров и менеджеров компаний-эмитентов).

Закон 1934 г. ввел также понятие зарегистрированных и незарегистрированных бирж. Незарегистрированные биржи могли действовать только с разрешения Комиссии по ценным бумагам и биржам, а основанием для их деятельности считалась «общественная польза». В тот период в качестве незарегистрированных действовали несколько мелких бирж в некоторых штатах США. Сейчас все они перестали функционировать и вся биржевая торговля ценными бумагами в США концентрируется исключительно на зарегистрированных Комиссией биржах.

Регистрация бирж осуществляется после представления необходимых документов и разработки правил торговли на бирже и членства на ней. Срочные биржи не регистрируются Комиссией по ценным бумагам и биржам, а проходят аналогичную процедуру в Комиссии по товарной фьючерсной торговле.

Закон подтвердил, а в некоторых сферах усилил запрет на определенные сделки, относящиеся к категории манипуляций на рынке. Кроме того, в нем перечислены некоторые виды действий, которые, не будучи полностью запрещенными, находятся под строгим контролем Закона.

В 1970 г. в США приняли Закон о защите инвесторов в ценные бумаги, целью которого была защита клиентов брокерских компаний. Основным его положением стало требование об определенном уровне чистого капитала брокера, которое должно было гарантировать удовлетворение всех претензий клиентов, даже если фирма обанкротилась. В том же году на основании этого Закона была создана Корпорация защиты инвесторов в ценные бумаги. По статусу она является государственной, однако финансируется полностью за счет средств профессиональных участников рынка. Все члены фондовых бирж, а также большинство членов внебиржевого рынка должны быть членами этой Корпорации.

На уровне саморегулирования контроль за исполнением законодательства о ценных бумагах возложен на ряд профессиональных организаций. Во многих случаях их контроль оказывается более жестким и эффективным, чем контроль, осуществляемый государственными органами. В США главной саморегулирующей организацией является Национальная ассоциация дилеров ценных бумаг (NASD). Нарушение установленных ею правил может

привести к исключению из членов Ассоциации или биржи, что равнозначно запрету на работу с ценными бумагами.

Основополагающим принципом саморегулирования является недопущение в отрасль неквалифицированных лиц. Все лица, причастные к торговле ценными бумагами, обязаны зарегистрироваться в соответствующих федеральных органах, а также в каждом штате, на территории которого ведутся операции.

Проверка профессиональных знаний участников рынка осуществляется путем проведения экзаменов так называемой «7-й серии» (базовые экзамены участников фондового рынка). Кроме этого существует еще несколько серий испытаний, касающихся отдельных фондовых продуктов и выполнения различных контрольных функций.

Осуществляя контроль, Ассоциация может проводить проверки компаний по ценным бумагам, рассматривать жалобы инвесторов, принимать дисциплинарные меры к нарушителям, а в особо тяжелых случаях передавать дела в Комиссию по ценным бумагам и биржам.

Глава 10. Рынок ценных бумаг Великобритании

10.1. Инструменты фондового рынка

Рынок ценных бумаг Англии традиционно является важной составной частью кредитно-финансовой системы страны. По объему денежного оборота он постоянно удерживал мировое первенство вплоть до Первой мировой войны. Затем первенство прочно занял Нью-Йорк. В настоящее время мощную конкуренцию Лондону составляют Франкфурт и Токио.

Значительному развитию современного фондового рынка, в частности биржевой капитализации частного сектора страны, способствовал широкий процесс денационализации государственного сектора экономики в период после Второй мировой войны, особенно в 80–90-е годы.

Рынок акций Англии по величине стоимостного оборота в настоящее время удерживает третье место в мире после США и Японии. Сегодня в стране насчитывают более 10 млн акционеров, что во многом обусловлено проведенной в 80-е годы широкой приватизацией государственной собственности. Современной правовой основой эмиссии акций традиционно служит Закон о компаниях в редакции 1985, 1989 гг. Главным органом контроля и регулирования обращения на фондовом рынке страны является Совет по ценным бумагам и инвестициям. Основной объем торговли акциями сосредоточен на фондовых биржах страны, хотя последние по закону не являются монополистами этих операций.

На рынке обращаются обыкновенные и привилегированные акции, производные от акций ценные бумаги, а также так называемые инструменты коллективного инвестирования.

Особенностью эмиссии ценных бумаг в Англии является выпуск преимущественно именных акций и облигаций. Предъявительские ценные бумаги не получили широкого распространения. Акции иностранного происхождения, имеющие широкое хождение в стране, хранятся в специальных депозитариях уполномоченных на это кредитных учреждений.

Обыкновенные акции, как правило, являются именными бумагами и обязательно номинируются. Их нарицательная

стоимость может составлять 25, 50, 100 пенсов и иметь другие значения¹.

Каждая обыкновенная акция, как правило, предоставляет владельцу право одного голоса на собрании акционеров, однако отдельные эмитенты устанавливают уменьшение голосов с ростом числа акций. Держатели обыкновенных акций помимо права голоса наделены также правом получения части прибыли в виде дивидендов и первоочередного приобретения акций новых выпусков данной компании, часто на льготных условиях.

Выпускаются также так называемые «золотые» акции, предоставляющие определенные преимущества их владельцам и предназначенные для учредителей компаний и некоторых других категорий держателей.

Привилегированные акции обеспечивают определенные преимущества в части первоочередности и стабильности размеров получения дивидендов и права на долю имущества при ликвидации компании, однако они, за редким исключением, не предоставляют их владельцам права голоса.

На фондовом рынке Англии обращаются пять основных видов привилегированных акций, а именно: кумулятивные; некумулятивные; выкупаемые, или отзывные; акции с участием и конвертируемые. Основную долю среди них составляют кумулятивные акции. Невыплаченные по ним вследствие разных причин дивиденды образуют задолженность компании, которая подлежит погашению в первоочередном порядке. Некумулятивные акции позволяют их владельцам получать в преимущественном порядке устойчивые дивиденды лишь при условии получения компанией чистой прибыли.

Выкупаемые (отзывные) акции могут быть выкуплены эмитентом по нарицательной стоимости с премией, как правило, в заранее обусловленные сроки. Акции с участием позволяют держателям при определенных условиях получать сверх установленного дивиденда добавочную долю прибыли. По конвертируемым акциям предусмотрена возможность их трансформации в обыкновенные акции по определенной цене и в установленные сроки.

Наряду с акциями, английские компании осуществляют выпуск варрантов, т. е. долгосрочных (5—10 лет) ценных бумаг, предоставляющих право их держателям приобретать в установленные сроки и по определенной цене акции компании. Их

¹ См. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. — М.: ИНФРА-М, 1996. — С. 129.

эмиссия часто происходит одновременно с выпуском корпоративных облигаций для стимулирования интереса к последним.

В настоящее время для привлечения притока внешних инвестиций на фондовом рынке страны появились так называемые покрытые варранты, имеющие укороченный срок обращения. Они выпускаются, как правило, крупными инвестиционными банками и позволяют приобретать акции других компаний.

Помимо варрантов, в Англии происходит также выпуск ценных бумаг, аналогичных акциям и предназначенных для коллективного инвестирования. Выпуск осуществляют организации, называемые паевыми трастами и инвестиционными трастами. И те и другие аккумулируют средства широкого круга инвесторов, выдавая именные свидетельства о внесении пая, формируют и управляют портфелями разнообразных видов ценных бумаг и распределяют между вкладчиками полученные доходы.

Паевые трасты постоянно и неограниченно в зависимости от конъюнктуры рынка осуществляют дополнительный выпуск или выкуп своих ценных бумаг. Они управляются попечителями (крупные банки и страховые компании) и по существу сходны с инвестиционными компаниями открытого типа, распространенными в США.

Инвестиционные трасты в отличие от паевых не могут осуществлять постоянного и неограниченного выпуска и выкупа своих акций, т.е. имеют относительно неизменную величину уставного капитала. Обыкновенные и привилегированные акции таких организаций котируются на фондовой бирже. Они могут выпускать также облигации и другие виды ценных бумаг. Характер их деятельности схож с американскими инвестиционными компаниями закрытого типа. По процедуре учреждения и управлению инвестиционные трасты аналогичны прочим корпорациям страны, однако их ресурсы могут вкладываться лишь в ценные бумаги и недвижимость.

Рынок корпоративных облигаций Англии включает обращение трех основных категорий фондовых инструментов, а именно: обеспеченных, необеспеченных и гарантированных облигаций. Эмиссия первых обеспечивается конкретными видами и количеством имущества компании, продажа которого при этом запрещается. Эмиссия может обеспечиваться также всеми активами, ограничений на распоряжение которыми не устанавливается, за исключением случаев, оговоренных Законом о банкротстве от 1986 г. Выпуск облигаций второй и третьей категорий не обеспечивается активами эмитентов, однако надежность гарантированных облигаций обеспечивается обязательствами третьих лиц.

Корпоративные облигации имеют фиксированную или «плавающую» ставку дохода и могут конвертироваться в акции этой же компании. Конвертируемые облигации часто номинируются в долларах США и тогда они обращаются на рынке евроинструментов. Их обмен на акции возможен, как правило, сразу же после выпуска. Кроме того, корпоративные облигации могут быть купонными (выплата дохода дважды в год), бескупонными (одноразовая выплата дохода) и дисконтными (реализуются со скидкой к номиналу) и др. Эмиссия всех видов облигаций подлежит обязательной регистрации.

Английские компании производят также эмиссию финансовых инструментов, таких, как депозитные сертификаты, простые и дисконтные векселя и др. Кроме того, английский рынок известен как один из ведущих мировых центров торговли производными ценными бумагами, а именно: опционными и фьючерсными контрактами. Эти контракты могут заключаться по поводу котировок ценных бумаг, значений фондовых индексов, курсов валют, а также на различные товары. В зависимости от предмета сделки операции могут совершаться на Лондонской бирже финансовых фьючерсов, на ряде товарных бирж и т. д.

Рынок государственных облигаций Англии достаточно емок и сопоставим по объему оборота с аналогичным в США. Государственные обязательства занимают до 90% совокупного объема внутренних заимствований. Их структура, как и американская, включает три сегмента: краткосрочный (погашение облигаций наступает через 5 лет), среднесрочный (5—15 лет), долгосрочный (5—30 лет). К последнему сегменту относятся также существующие в стране бессрочные государственные облигации.

В отличие от американского рынка отнесение облигаций к тому или иному сегменту осуществляется не по установленному периоду от их эмиссии до погашения, а по времени, фактически остающемуся до погашения данной бумаги. В этом заключается особенность классификации государственных облигаций Англии по временному признаку. Такое деление в прошлом имело значение для дифференциации соответствующего налогообложения, а теперь оно не играет практической роли, поскольку все государственные облигации страны получили равный статус.

Особенностью английского рынка государственных облигаций является также наличие у некоторых бумаг срока погашения, который установлен не конкретной датой, а определенным интервалом времени. Правительство в этом случае имеет воз-

возможность варьировать сроком погашения в зависимости от конъюнктуры рынка.

По целевому назначению государственные займы могут делиться на казначейские, финансовые, военные, конверсионные, консолидированные и т. д. Существуют также краткосрочные конвертируемые облигации, позволяющие в обусловленное время обменять их на долгосрочные государственные бумаги. Чрезвычайной популярностью в стране пользуются индексированные облигации, процентная ставка которых привязана к индексу цен основных потребительских товаров и до сих пор превышала по разным выпускам текущие темпы инфляции приблизительно на 2—4%.

Помимо этого, в стране имеют хождение дисконтные краткосрочные векселя, выпускаемые Банком Англии на три—шесть месяцев. Они являются предъявительскими ценными бумагами номинальной стоимостью от 5 тыс. ф. ст. и выше. Эти бумаги предназначены для любых юридических и физических лиц, однако минимальная сумма заявки на еженедельно проводимых торгах составляет 50 тыс. ф. ст. Для пополнения валютных резервов Банк Англии выпускал также краткосрочные казначейские векселя, среднесрочные казначейские ноты и облигации, номинированные в экю.

Долгосрочные и среднесрочные государственные ценные бумаги Англии традиционно называют также золотообрезными облигациями, поскольку они обрамляются золотой каймой и являются первоклассными фондовыми инструментами.

Купонный доход по государственным облигациям обычно выплачивается дважды в год и лишь для бессрочных облигаций — раз в квартал. Эмиссия золотообрезных облигаций осуществляется как в бездокументарной, так и в бумажной форме.

Операции с государственными бумагами проводит Депозитно-клиринговый центр Банка Англии. Сделки по ним заключаются преимущественно посредством так называемых маркет-мейкеров с использованием электронных торговых систем и телефонных каналов связи. Маркет-мейкеры по золотообрезным облигациям, обозначаемым в информационных источниках аббревиатурой GEMMs (gilt-edged market makers), для проведения операций получают специальную лицензию Банка Англии и представляют собой самостоятельные (имеющие собственный капитал) подразделения компаний, работающих на рынке с другими видами ценных бумаг. В отличие от многих прочих участников рынка они имеют право быть прямыми контрагентами Банка Англии, который осуществляет ежедневный контроль достаточности их капитала. Контроль за операциями на рынке государственных ценных бумаг возложен на Лондонскую фондовую биржу.

Размещение государственных облигаций на **первичном рынке** осуществляется либо путем публичной подписки, либо закрытого предложения (тендера) маркет-мейкерам по золотообрезным облигациям. Публичная подписка в свою очередь может осуществляться путем аукциона и тендера.

Аукционное размещение характерно для крупных выпусков облигаций. Ему предшествуют сообщения в средствах массовой информации о деталях предстоящей эмиссии. Организатор аукционов — Центральное управление золотообрезных облигаций Банка Англии, которое принимает конкурентные и неконкурентные заявки участников. Минимальный объем первых устанавливается в размере 500 тыс. ф. ст., величина вторых — интервалом от 1 до 500 тыс. ф. ст. Удовлетворение конкурентных заявок происходит по ценам заявителей, поэтому часть из них может быть удовлетворена не полностью вследствие недостатка количества выставленных на аукцион облигаций.

Неконкурентные заявки удовлетворяются по средневзвешенной цене удовлетворенных ранее конкурентных заявок. Нереализованная часть эмиссии облигаций остается в портфеле Банка Англии. В Англии практикуются также обратные аукционы, когда Банк Англии производит скупку государственных обязательств, в основном у маркет-мейкеров по золотообрезным облигациям.

При тендерном размещении Банк Англии на основании поступивших заявок устанавливает единую цену продажи облигаций. В этом случае часть заявок также может оказаться удовлетворенной не полностью. Реализация очередных эмиссий государственных ценных бумаг происходит с использованием современных электронных систем расчетов и поставок.

На следующий день после завершения очередного первичного размещения государственных облигаций начинаются **вторичные торги** по этим бумагам. Они происходят на Лондонской фондовой бирже. Главными участниками выступают маркет-мейкеры по золотообрезным облигациям, более половины которых являются представителями иностранных кредитно-финансовых организаций.

К числу других участников вторичного рынка государственных облигаций относятся не являющиеся маркет-мейкерами брокерско-дилерские учреждения. Они осуществляют куплю-продажу облигаций через маркет-мейкеров преимущественно для своих клиентов, а также могут проводить операции за свой счет.

Банк Англии ведет реестр, где регистрируются результаты рассмотренных выше операций.

Незначительную долю участников вторичного рынка составляют мелкие инвесторы, преимущественно физические лица. Они имеют возможность за небольшое вознаграждение покупать (в том числе и на первичном рынке) и продавать государственные облигации через систему почтовых учреждений страны. Эти операции регистрируются, как правило, не Банком Англии, а Департаментом национальных сбережений.

Таким образом, в Англии существует двойственная система купли-продажи государственных облигаций на вторичном рынке. Современный ежегодный объем их оборота оценивается в 5 млрд ф. ст., что в несколько раз превышает размер оборота акций.

Следует отметить относительно слабое по сравнению с США развитие английского рынка ценных бумаг местных органов власти.

Получаемый по государственным облигациям процентный доход облагается **подходным налогом** на общих основаниях. Налог удерживается при выплате процентов инвесторам. Доходы пенсионных фондов и благотворительных союзов, а также иностранных инвесторов законодательно освобождены от подоходного налога. Кроме того, все владельцы золотообрезных облигаций освобождены от налога на прирост капитала.

10.2. Организация фондового рынка

Биржевая торговля составляет существенную долю совокупного оборота фондового рынка Англии. Учреждение фондовых бирж в стране осуществлялось под контролем государственных органов исполнительной власти. Тем не менее институт биржи был и остается здесь по существу самоуправляемым, поскольку Правительство формально не вмешивается в его деятельность, что в свое время заимствовало в США.

В Англии отсутствует специальное государственное законодательное обеспечение деятельности фондовой биржи. Она регулируется общими правилами отчетности для компаний, публично продающих свои акции, установленными названным выше Законом о компаниях, а также Законом о финансовых услугах от 1986 г. Управление биржевой деятельностью в стране осуществляется преимущественно саморегулируемыми организациями, характеристика которых будет рассмотрена ниже.

Современную биржевую сеть Англии составляют шесть фондовых бирж, а точнее, региональных подразделений Лондонской фондовой биржи, расположенных в центрах крупных финансо-

вых потоков страны: Лондон, Бирмингем, Манчестер, Лидс, Белфаст и Глазго¹. Безусловным лидером фондовой торговли в стране является Лондонская биржа, сосредоточившая более 60% стоимостного оборота ценных бумаг. В настоящее время Лондонская фондовая биржа является четвертой в мире по показателю рыночной капитализации и третьей по объему операций.

Лондонская фондовая биржа — ЛФБ (London Stock Exchange) — одна из старейших фондовых бирж в мире — была учреждена в 1773 г., хотя неофициальная ее история началась примерно на 200 лет раньше. До недавнего времени она имела статус ассоциации — ее членами могли быть только физические лица, объединенные в товарищества. После 1986 г. биржа стала частной акционерной компанией, членами которой являются маркет-мейкеры, в том числе по золотообрезным облигациям, брокерско-дилерские фирмы и некоторые другие участники. Брокерско-дилерские организации, каждая из которых имеет по одному голосу, сегодня являются дочерними компаниями крупных национальных и иностранных коммерческих банков, преимущественно американских и японских.

Лондонскую биржу возглавляет Совет, осуществляющий функции по управлению всеми сторонами ее деятельности — от законодательно-административных — до дисциплинарных аспектов. Численность ее членов в разные годы составляла 3,5—4,0 тыс. человек, из которых примерно 70% являлись брокерами и 30% дилерами². В настоящее время число участников немногим превышает 400, что связано с приобретением биржей статуса частной акционерной компании.

Члены биржи, являясь собственниками акций, пользуются свободным доступом на ее территорию. Посещение биржи другими лицами, как правило, возбраняется. Члены биржи обязаны осуществлять установленные платежи за пользование ее помещениями, что приносит существенные доходы учреждению.

На бирже разработан и постоянно действует регламент внутренней деятельности, определяющий преимущественно порядок членства и совершения операций, строгое соблюдение которого является главной обязанностью учредителей.

До недавнего времени в среде членов Лондонской биржи, как отмечалось выше, по функциональному признаку выделялись маклеры (брокеры) и джобберы (дилеры). Первые выпол-

¹ См.: Рубцов Б.Б. Указ. соч. — С 150, 270.

² См.: *Фондовый портфель* / Отв ред. Ю.Б. Рубин, В.И. Солдаткин — М. СОМИНТЕК, 1992 — С 378, 384

няли функции посредников, т. е. совершали операции от имени и за счет клиентов биржи, а вторые — торговцев, оперирующих от своего имени, за свой счет и не имеющих права совершать сделки с клиентами биржи, т. е. вне ее стен. Основными их контрагентами являлись маклеры данной биржи, а позже ими стали также члены других фондовых бирж. В целях экономии времени заключение сделок между членами биржи происходило обычно посредством «джентльменских соглашений», т. е. в устной форме. Фиксации подлежали лишь отдельные наиболее важные аспекты достигнутых договоренностей.

В среде джобберов имела место отраслевая и страновая специализация по соответствующим видам ценных бумаг. Как маклеры, так и джобберы имели в своем распоряжении ограниченный контингент вспомогательного персонала, допускаемого в биржевой зал. Эта категория служащих наделена многими функциями от сбора и передачи информации до совершения сделок по поручению членов биржи. Профессиональная подготовка таких служащих осуществляется в специальных школах страны.

Среди сделок с котирующимися акциями на бирже преобладают срочные, т. е. спекулятивные операции. Срок оплаты по ним первоначально составлял 14 рабочих дней. Впоследствии он был сокращен до 10 дней, а в 1995 г. — до 5. В основном это опционные сделки. Продажа корпоративных и государственных облигаций происходит посредством кассовых операций, срок оплаты по которым установлен в пределах одних суток. Расчеты по сделкам осуществляются через компьютеризированную Расчетно-клиринговую систему Лондонской фондовой биржи.

Совет биржи устанавливает и минимальные границы фондовых сделок. Для обыкновенных акций и облигаций этот критерий составляет 1 тыс. ф. ст., а для других видов — лот (не менее ста единиц ценных бумаг).

Устанавливались также фиксированные размеры ставок брокерской комиссии. По операциям с государственными облигациями они составляли 0,375% их номинальной стоимости, для корпоративных облигаций — 0,75% рыночной стоимости, для акций — 1,25% рыночной стоимости.

Процесс регулирования фондового рынка, произошедший в Англии после кризиса октября 1986 г., включал и реформу ЛФБ. На бирже были отменены фиксированные комиссионные по сделкам с ценными бумагами, а также деление членов биржи на брокеров и джобберов (и тем и другим было разрешено выпол-

нять одновременно и брокерские и дилерские функции). Одновременно изменилась и организация торговли, которая стала проходить на базе электронной системы.

В результате реформы маклерские фирмы потеряли долгое время существовавшее монопольное право на проведение фондовых операций, поскольку было снято ограничение на возможность поглощения этих фирм корпоративным сектором, в частности банками, в том числе иностранными. Таким образом, крупные банки начали активную деятельность в сфере фондовых операций, а иностранные инвесторы получили адекватную свободу действий. При этом наиболее активную деятельность здесь развернул американский капитал. Реформа Лондонской биржи послужила толчком для совершенствования деятельности фондовых рынков других стран Западной Европы.

Вскоре после этого на ЛФБ была введена система автоматизированных биржевых котировок и «мониторная» система торговли, аналогичная американской системе торговли NASDAQ. Теперь члены биржи совершают сделки с котируемыми акциями непосредственно с терминалов компьютеров, что позволило практически полностью отказаться от операционного зала биржи. ЛФБ стала одной из первых крупных бирж, перешедших на электронную торговлю. В операционном зале осталась только торговля облигациями.

Информация по ценным бумагам, принятым электронной системой, выводится на мониторы компьютерной сети и является доступной всем пользователям. Система позволяет маркет-мейкерам вводить котировки ценных бумаг, а другим пользователям — совершать сделки через маркет-мейкеров. Заявки клиентов исполняются по так называемой лучшей цене и регистрируются автоматически. Количество видов ценных бумаг, обращающихся на Лондонской бирже, превышает в настоящее время 7 тыс. ед.

Лондонская биржа является уполномоченным органом страны в части проведения листинга ценных бумаг, т. е. по существу монополистом установления правил в этой сфере. Результаты регулярных котировок курсов ценных бумаг ежедневно публикуются. Для акций публикуется цена одной акции, а для облигаций — процент к их номинальной стоимости. Котировка ценных бумаг осуществляется биржей на основании заявок, поступающих от компаний-эмитентов. Лондонская биржа в отличие от аналогичных учреждений других стран не предъявляет подавателям заявок особых количественных требований, например размеров компаний и др., хотя устанавливает строгие правила

раскрытия информации эмитентами. К заявке прилагается пакет документов установленной номенклатуры. После экспертизы и одобрения этих документов комиссией по листингу сведения об эмитенте и его ценных бумагах подлежат публикации в печати.

Ценные бумаги, не прошедшие листинг, с согласия биржевого Совета также могут допускаться к торговле. В связи с этим с начала 80-х годов на Лондонской бирже функционирует довольно узкий сегмент рынка для акций мелких и средних эмитентов, называемый альтернативным инвестиционным рынком, условия допуска на который отличаются значительно меньшей жесткостью, нежели на основном рынке.

На данный момент на ЛФБ котируются акции 2311 английских компаний, общая рыночная стоимость которых составляет 1,57 трлн ф. ст. и акции 502 иностранных компаний с общей рыночной стоимостью в 3,14 трлн ф. ст.

Особенностью оборота Лондонской фондовой биржи является существенная доля (более половины) иностранных ценных бумаг, в частности акций зарубежных эмитентов и еврооблигаций. Поэтому Лондон продолжает сохранять сегодня роль крупного международного финансового центра. Недавно восемь ведущих европейских фондовых бирж подписали на встрече в Мадриде Меморандум о взаимопонимании. Основой взаимного сотрудничества этих бирж стал стратегический альянс между ЛФБ и немецкой биржей.

В Англии используются несколько видов **налогообложения** биржевых операций. В частности, существует так называемый гербовый налог. Его минимальный размер составляет 2 шиллинга для сделок, сумма которых не превышает 500 ф. ст. Более крупные сделки облагаются повышенным гербовым налогом. Кроме того, используется трансфертный налог. Его размер составляет 1% от стоимостного объема сделок. Существуют также регистрационный сбор, налог на выплаченные дивиденды и проценты в размере около 39%, налог на увеличение уставного капитала. Величина последнего составляет 0,5% от суммы выпуска акций и 0,25% от объема эмиссии облигаций.

10.3. Фондовые индексы

Важным инструментом информационного обеспечения биржевой деятельности служат **фондовые индексы**. Самым известным в Англии является семейство совместных индексов газеты

«Файнэншл Таймс» и Лондонской фондовой биржи. Наиболее популярный вариант индекса сокращенно обозначают аббревиатурой FT—SE 100 (Financial Times — Stock Exchange Index). Он учитывает курсы акций 100 ведущих британских компаний, доля которых в стоимости оборота Лондонской биржи составляет около 70%. Расчет индекса ведется ежеминутно.

Более полным вариантом является индекс FT—SE All-Share, учитывающий курсы более 650 акций английских компаний всех сфер деятельности. Кроме того, индексы семейства FT—SE рассчитываются по отдельным отраслям экономики страны. Помимо национальных индексов расчет индексов FT—SE производится по важнейшим фондовым рынкам мира. К ним относятся индексы акций крупнейших компаний европейского региона FT—SE Eurotrack 100 и FT—SE Eurotrack 200, а также всемирный индекс FT—A World Index, учитывающий более 2200 акций компаний 24 стран всех континентов. Существуют также индексы FT, рассчитываемые по облигациям.

10.4. Регулирование фондового рынка

Традиционно в Великобритании регулирование рынка ценных бумаг и фьючерсной торговли осуществлялось исключительно самими профессиональными участниками рынка. Закон о финансовых услугах (Financial Services Act — FS Act), вступивший в силу 29 апреля 1988 г., формально установил контроль государства над фондовым рынком, но фактически сохранил традиционную систему.

В настоящее время в Соединенном Королевстве идет очень серьезная реформа системы регулирования финансовых рынков. Ее первый этап завершился в июне 1998 г., когда полномочия в сфере регулирования банковской системы были переданы от Банка Англии Совету по финансовым услугам. Правовую основу второго этапа реформы составляет Закон о финансовых услугах и рынках (the Financial Services and Markets Bill), разработанный в 2000 г. Кроме этого, финансовые рынки Великобритании регулируют Закон о компаниях в редакции 1985, 1989 гг. и Закон о ценных бумагах компаний (Закон об инсайдерах) от 1985 г.

Главными положениями Закона о компаниях определяются правила раскрытия информации об акционерах и манипуляциях с принадлежащими им акциями, устанавливаются сроки и порядок созыва общих собраний, а также назначения доверенных

лиц акционеров и др. Закон об инсайдерах предусматривает уголовное преследование за недобросовестное использование служебной информации, в части ценных бумаг компании, лицами, имеющими доступ к ней в силу своего должностного положения, а также владеющими более 10% ее акций.

Закон о финансовых услугах предусматривает обязательное лицензирование деятельности с ценными бумагами (инвестиционного бизнеса). Под инвестиционным бизнесом понимаются: купля-продажа на комиссионных началах или за собственный счет ценных бумаг (инвестиционных ценностей — investments); организация торговли ценными бумагами; управление инвестициями третьих лиц; предоставление консалтинговых услуг; организация и управление учреждениями коллективного инвестирования (например паевыми трестами). Деятельность без лицензии является уголовно наказуемым преступлением.

Действие Закона о финансовых услугах распространяется не только на ценные бумаги, но и на иные финансовые инструменты, поэтому в Законе используется термин «инвестиции». При этом под инвестициями понимаются помимо общепринятых ценных бумаг (включая производные ценные бумаги) и товарные фьючерсы, опционы на валюту, золото, серебро, палладий, платину (но не сами металлы) и долгосрочные страховые полисы.

Закон о финансовых услугах выделяет два типа заключенных контрактов: с инвестиционными и с коммерческими целями. Инвестициями признаются контракты первого типа.

К сожалению, очень трудно назвать четкий критерий, согласно которому сделка могла бы быть отнесена к тому или другому виду, однако считается, что если цена, срок поставки или другие условия, указанные в договоре, были определены сторонами применительно к конкретному контракту, последний понимается заключенным в коммерческих целях. Но чтобы контракт признали инвестиционным, недостаточно просто использовать стандартные условия. Должны выполняться следующие положения:

— сделка должна быть заключена на бирже (не обязательно уполномоченной);

— выполнение контракта должно быть обеспечено клиринговой палатой;

— должен быть выработан способ, позволяющий должнику договориться с кредиторами (например согласительная схема).

Закон о финансовых услугах предусматривает уголовную ответственность за распространение ложной или вводящей в заблуждение инфор-

маши, сокрытие существенной информации. Максимальным наказанием в обоих случаях может быть тюремное заключение на семь лет или штраф в неограниченном размере (либо то и другое одновременно).

В Законе также освещены такие важные вопросы, как конфиденциальность информации, полученной согласно законодательству, особое положение страховых компаний, влияние новой системы на международные отношения.

Новый закон о финансовых услугах и рынках реформировал действующую систему органов регулирования и контроля над фондовым рынком. Согласно этому закону, создается Совет по финансовым услугам, которому придается статус единого регулирующего органа. В Законе определены основные цели Совета:

- поддержание доверия к финансовой системе Великобритании;

- содействие общественному пониманию финансовой системы;

- обеспечение достаточного уровня защиты клиентов;

- снижение уровня преступности в финансовой сфере.

При этом под финансовой системой понимаются финансовые рынки, биржи, а также любая деятельность, связанная с финансовыми рынками и биржами.

Клиентами являются лица (или организации), которые:

- а) пользуются или собираются воспользоваться любой услугой, предоставляемой уполномоченным лицом (или организацией) и
- б) обладают правами или интересом, имеющими в своей основе или каким-то другим образом связанные с любой из вышеупомянутых услуг.

Под преступностью в финансовой сфере понимается любое правонарушение, связанное с мошенничеством, неправильным использованием или злоупотреблением информацией, относящейся к финансовым рынкам, и получением доходов от преступной деятельности.

В соответствии с Законом о финансовых услугах был создан специальный орган — **Совет по финансовым услугам** — СФУ (Financial Services Authority), до 28 октября 1997 г. именовавшийся Советом по ценным бумагам и инвестициям (Securities and Investments Board) и наделенный исключительными полномочиями регулирования рынка.

Совет делегирует свои полномочия более специализированным организациям, которые делятся на две группы: саморегу-

лирующие организации (Self-regulating organizations)¹ и уполномоченные биржи (Recognized investment Exchanges). Кроме того, можно также выделить уполномоченные профессиональные органы и уполномоченные клиринговые палаты.

К первой группе относятся: СЦБФ (Совет по ценным бумагам и фьючерсам — Securities and Futures Authority), ИМРО (Организация инвестиционных управляющих — Investment Management Regulatory Organization), ПиАйЭй (Совет по личным инвестициям — Personal Investment Authority), ФИМБРА (Ассоциация финансовых посредников, менеджеров и брокеров — Financial Intermediaries, Managers & Brokers Regulatory Association), ЛОТРО (Организация компаний страхования жизни и паевых трестов — Life Assurance & Unit Trust regulatory Organization)².

Ко второй группе относятся: Лондонская фондовая биржа (London Stock Exchange), Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов, Лондонская товарная биржа (London Commodity Exchange), Международная нефтяная биржа, Лондонская биржа металлов.

В целом схема регулирования деятельности в финансовой сфере, и в частности фьючерсной торговли, может быть представлена в следующем виде (см. рис. 10.1.)³:



Рис. 10.1. Схема регулирования деятельности в финансовой сфере

¹ В Великобритании SRO — профессиональные организации, регулирующие торговлю ценными бумагами, производными финансовыми инструментами и другие виды финансовых услуг, отношения между специализированными финансовыми и кредитными учреждениями и их клиентами, а также контролирующие соблюдение правил рыночной торговли.

² ФИМБРА и ЛОТРО в настоящее время сокращают свою деятельность в области регулирования в связи с созданием Совета по личным инвестициям.

³ [Http://www.sfa.org.uk/history.htm](http://www.sfa.org.uk/history.htm)

Совет по финансовым услугам (СФУ). По статусу это некоммерческая компания, участниками которой являются представители различных фирм, работающих на финансовом рынке, т. е. это суперсаморегулирующая организация профессиональных участников рынка ценных бумаг и производных финансовых инструментов. Формально она подчиняется Казначейству (Министерству финансов), но фактически является независимым учреждением.

В своей деятельности Совет руководствуется «10 принципами и 40 основными правилами», которые дают самые общие принципы регулирования. К ним относятся:

— честность;

— компетентность, осмотрительность и усердие;

— обычаи рынка: инвестиционная фирма, признанная СФУ, должна соблюдать высокие стандарты поведения на рынке;

— информация для клиентов: инвестиционная фирма должна в разумных пределах предоставлять клиенту необходимую информацию для принятия правильного решения, а также полный и достоверный отчет о своей деятельности в том, что касается интересов клиента;

— конфликт интересов: инвестиционная фирма должна либо избегать подобной ситуации, либо обеспечить беспристрастное урегулирование конфликта с каждым своим клиентом. Фирма не должна ставить свои интересы выше интересов клиента;

— активы клиента: в случае, когда инвестиционная фирма управляет или каким-либо иным образом отвечает за активы клиента, она должна обеспечить необходимую защиту последних посредством отделения и идентификации таких активов или любым другим способом в соответствии с взятыми на себя обязательствами;

— финансовые ресурсы: инвестиционная фирма должна обладать достаточными финансовыми ресурсами для осуществления своей деятельности и противостояния возможным рискам;

— внутрифирменная организация: инвестиционная фирма должна ответственно подходить к организации и управлению своими внутренними делами и обеспечить соответствующий контроль за своими сотрудниками, которые, в свою очередь, должны пройти необходимую подготовку и обладать высоким уровнем квалификации;

— отношения с регулирующими организациями: инвестиционная фирма должна сотрудничать с соответствующим регулирующим органом и в случае необходимости немедленно предоставлять любую информацию, относящуюся к деятельности фирмы.

Совет директоров СФУ назначается министром финансов и состоит из председателя, 2 распорядительных директоров и 11 директоров, не являющихся исполнительными лицами (включая заместителя председателя).

Предполагается, что Совет по финансовым услугам возьмет на себя функции следующих организаций:

— комиссии по строительным обществам (Building Societies Commission)¹,

— комиссии по дружеским обществам (Friendly Societies Commission)²,

— ИМРО,

— ПиАйЭй,

— СЦБФ.

В свете проводимой реформы особый интерес представляет материал, опубликованный Советом по финансовым услугам в конце прошлого года: «СФУ в новом тысячелетии»³. В частности, в этом документе перечислены основные инструменты регулирования финансовых рынков, которые намерен использовать в своей работе Совет по финансовым услугам. Эти способы регулирования могут быть классифицированы следующим образом:

1) инструменты, предназначенные для контроля за потребителями в целом, группами фирм (бирж) или всей финансовой сферой;

2) инструменты, предназначенные для контроля за отдельными фирмами, биржами, клиринговыми палатами.

К первой группе относятся следующие инструменты:

¹ Строительное общество — учреждение кооперативного типа в Великобритании (с начала XIX в.) и других странах, специализирующееся на привлечении сбережений населения и кредитовании жилищного строительства (в настоящее время по своим функциям сблизилось с банками, но регулируется специальным законодательством)

² Дружеские общества — первоначально общества взаимной помощи, а в настоящее время — различные сберегательные институты; по организации близки к кооперативам

³ <http://www.fsa.gov.uk/> «FSA for the new millennium»

Предоставление компанией информации о своей деятельности. Наличие более подробной и четкой информации поможет клиентам лучше понять, что они покупают и что продают. Альтернативные режимы предоставления сведений, включая сравнительные информационные таблицы, должны проходить испытания рынком, что даст возможность убедиться в доступности информации для потребителей.

Обучение клиентов и повышение уровня общественного сознания. Это включает как долгосрочные проекты (например, содействие пониманию обществом финансовой системы), так и действия, связанные с конкретными видами сделок (в частности, повышение уровня осведомленности потребителей о риске операций с фьючерсами). Наличие клиентов, обладающих хорошими знаниями в области финансов, позволит ослабить контроль за рынком, однако на это потребуется немало времени.

Механизмы урегулирования претензий и институт уполномоченного по правам человека (омбудсман¹). Этот инструмент позволит клиентам подавать жалобы на фирмы и добиваться возмещения убытков. Кроме того, это ценный источник информации для FSA (СФУ) о деятельности участников рынка, способной нанести ущерб финансовой системе страны.

Компенсационная схема. Это важнейший элемент системы регулирования, поскольку он защищает клиентов от разорения фирм, что в свою очередь позволяет СФУ разрабатывать соответствующие подходы к регулированию рынка и смягчать последствия банкротств компаний.

Публичные заявления. Публичные заявления Совета по финансовым услугам могут предупредить «публику» и торговцев в зале о различных рисках и таким образом воздействовать на поведение фирм и их клиентов. Заявления СФУ являются наиболее эффективным инструментом регулирования в случае, когда другие меры (например, изменение правил предоставления информации) занимают слишком много времени.

К основным инструментам регулирования отрасли в целом относятся:

Система подготовки и повышения квалификации. Данный режим предназначен для повышения стандартов и ужесточения дисциплины в отрасли. При этом Совет осознает, что

¹ В Великобритании омбудсман — также независимый орган для разбирательства, урегулирования споров между банками и клиентами

необходимо сохранять конкуренцию и способствовать нововведениям.

Создание правил. Правила устанавливают стандарты регулирования, однако нужно учитывать, что при этом увеличиваются издержки на осуществление мониторинга рынка. Кроме того, чрезмерное регулирование может привести к появлению бюрократической системы. В связи с этим СФУ намерен предоставить четкие рекомендации по интерпретации правил Совета.

Мониторинг рынка. Экономические процессы, происходящие внутри страны и за ее пределами, могут служить признаками опасности для отдельных категорий потребителей, компаний, рынков. Совет по финансовым услугам планирует проводить свои исследования в целях предоставления адекватной информации о рисках всем заинтересованным сторонам.

Международное сотрудничество. Играя активную роль в международных объединениях и контактируя со своими иностранными коллегами, СФУ получит доступ к информации о негативных тенденциях на зарубежных рынках, способных повлиять на ситуацию в Великобритании, а также сможет предоставлять аналогичные сведения регулирующим органам других стран.

Во вторую группу инструментов регулирования, направленных на контроль за отдельными фирмами, гражданами и клиринговыми палатами, входят:

Санкционирование деятельности фирм и отдельных граждан. СФУ стремится не допускать к операциям на финансовых рынках фирмы или граждан, которые не отвечают определенным критериям (включая добросовестность, компетентность и финансовую стабильность). Опыт Великобритании и других стран показывает, что цели регулирования гораздо легче достичь, если предотвращать возможные проблемы путем установления и ужесточения барьеров для выхода на рынок.

Предъявление иска и судебный запрет. Совет по финансовым услугам может обращаться в суд для предотвращения несанкционированной деятельности и в некоторых случаях преследовать нарушителей в уголовном порядке. Если результатом такой деятельности явилось обогащение или был причинен ущерб другим участникам рынка, СФУ может через суд потребовать возмещения убытков.

Совет по финансовым услугам также располагает инструментами дисциплинарного воздействия, среди которых можно выделить предупреждение фирмы или частного лица, публичное порицание, штраф и отзыв лицензии.

Таким образом, создаваемый орган будет обладать достаточно широкими полномочиями и весьма разнообразными инструментами, что позволит ему эффективно выполнять возложенные на него задачи. Однако реформирование СФУ еще не завершено, и в связи с этим основной организацией, занимающейся сейчас регулированием фьючерсной торговли в Великобритании, по-прежнему является Совет по ценным бумагам и фьючерсам.

Совет по ценным бумагам и фьючерсам. СЦБФ выполняет большинство функций, которые в других странах осуществляют государственные органы (в США — Комиссия по ценным бумагам и биржам, в Японии и Франции — министерства финансов). Совет был основан 1 апреля 1991 г. в результате слияния Ассоциации фьючерских брокеров и дилеров с Ассоциацией рынка ценных бумаг. СЦБФ имеет свыше 1400 членов в сфере рынков ценных бумаг, опционов, фьючерсов, товарных рынков и финансового консультирования. Кроме того, Совет имеет права лицензирования, мониторинга, расследования и преследования за нарушения.

Основными условиями предоставления лицензии являются наличие минимального собственного капитала (50 тыс. ф. ст. для брокера и 100 тыс. ф. ст. для брокера/дилера) и наличие квалифицированных кадров. Лицензирование включает регистрацию директоров, управляющих и сотрудников фирм. В ряде случаев требуется сдать специальный экзамен, который также проводит СЦБФ.

Как видно, Совет по финансовым услугам и Совет по ценным бумагам и фьючерсам обладают широкими полномочиями в области регулирования фьючерсной и опционной торговли и разнообразными инструментами для осуществления своих функций, однако этим органам зачастую бывает очень трудно, а иногда и невозможно своевременно реагировать на события, происходящие на биржах. Структурами, обеспечивающими операционную и финансовую целостность торговли производными инструментами, являются клиринговые палаты бирж, среди которых следует особо выделить Лондонскую клиринговую палату (London Clearing House).

Лондонская клиринговая палата (ЛКП). Лондонская клиринговая палата была основана в 1888 г., ее основной функцией было урегулирование взаимных расчетов при торговле «мягкими» товарами (soft commodities)¹ В настоящее время ЛКП проводит учет и взаимозачет операций по 130 различным фьючерсным и опционным контрактам на трех биржах: Лондонской международной бирже финансовых фьючерсов, Лондонской бирже металлов, Лондонской международной нефтяной бирже. ЛКП осуществляет свою деятельность в соответствии с «Общими Правилами для Лондонских Рынков» (General Regulations for London Markets).

ЛКП, являясь признанной клиринговой палатой в соответствии со ст. 39 Закона о финансовых услугах, создавалась как акционерная компания. Держателями ее акций являются клиринговые банки, а не фьючерсные брокеры и дилеры, как можно было бы предположить. Этими клиринговыми банками, в совместном владении которых находится палата, являются «Барклайз бэнк», «Ллойдз бэнк», «Мидланд бэнк», «Нэшнл Вестминстер бэнк», «Роял бэнк оф Скотланд» и «Стандард энд Чартерд бэнк».

В 1988 г. Лондонская клиринговая палата кардинально пересмотрела свою клиринговую систему частично в связи с необходимостью соответствовать принятому в 1986 г. Закону о финансовых услугах, а частично в ответ на изменения в Законе о неплатежеспособности. С этого времени стал действовать так называемый принцип субституции, т. е. ЛКП теперь вступает в сделку в качестве посредника и заменяет собой покупателя для всех продавцов и продавца — для всех покупателей.

Поскольку Лондонская клиринговая палата является акционерной компаний, ее членами, строго говоря, являются держатели акций — клиринговые банки. Однако обычно под термином «член клиринговой палаты» понимаются брокеры, дилеры и трейдеры, получившие разрешение ЛКП представлять контракты для регистрации и клиринга от их имени. Другими словами, это клиринговые члены Лондонской клиринговой палаты, которой управляет акционерная компания «Лондонская клиринговая палата». Клиринговый член палаты заключает с последней двустороннее соглашение и в

¹ Товары, отличные от металлов, торговля которыми ведется на лондонских фьючерсных рынках. К этой группе товаров относят какао, кофе, зерно, картофель и сахар

случае ее ликвидации будет выступать в качестве кредитора или дебитора.

ЛКП имеет право открывать неограниченное число счетов на имя ее клирингового члена, который в свою очередь может их предоставлять своим клиентам. По английскому законодательству запрещается взаимозачет остатков по счетам клиентов, с одной стороны, и любым другим счетам — с другой (включая счет самой палаты).

Хотя Лондонская клиринговая палата выступает стороной по контракту и в качестве таковой покупает и продает фьючерсы соответственно у продавца и покупателя, правила наделяют ее полномочиями потребовать у продавца осуществления физической поставки, а у покупателя — оплаты оговоренной в контракте стоимости. ЛКП избегает непосредственного участия в процедуре поставки (принцип субституции не действует), однако иногда (например, в случае с правительственными облигациями и другими ценными бумагами с государственной гарантией) и сама принимает и осуществляет поставку.

Таким образом, рынок ценных бумаг Англии являлся и является сегодня одним из самых развитых и наиболее организованных в мире. Многовековые традиции, оказывавшие долгое время заметное влияние на его деятельность, в настоящее время все больше уступают место современным тенденциям развития.

Глава 11. Рынок ценных бумаг Германии

11.1. Инструменты фондового рынка Германии

Рынок ценных бумаг ФРГ — один из крупнейших в мире. Его характерной особенностью является преобладание долговых ценных бумаг.

В Германии, как и во Франции и Швейцарии, основные «Lifetime» вложения приходятся на достаточно консервативный банковский сектор. При этом виды вкладов чрезвычайно разнообразны. Следующим по величине сектором являются вложения в страховые и пенсионные фонды. На третьем месте находится рынок облигаций, затем — вложения в акции через инвестиционные или паевые фонды и на последнем месте — прямые вложения в акции — наиболее рискованные, но обеспечивающие инвестору наибольшую доходность (см. рис. 11.1).

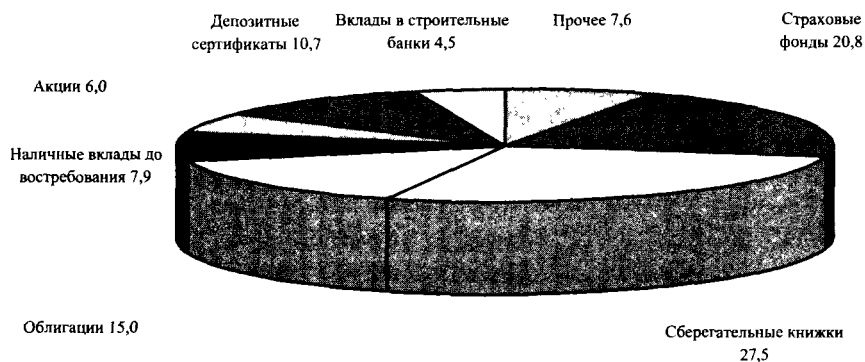


Рис 11.1. Распределение сбережений населения Германии по основным видам вкладов, %

Как видно из приведенных данных, величина вложений населения в акции мала (около 6%), причем в эту величину входят не только прямые вложения в акции предприятий, банков и проч., но и инвестиции в акции инвестиционных фондов (непрямые вложения).

Акции. Рынок акций Германии значительно отличается от рынка акций других стран. Здесь лишь около половины ВВП производится акционерными обществами, и их число не превышает 3 тыс. При этом более половины известных акционерных обществ контролируется крупными акционерами, в первую очередь банками. В итоге в Германии акционерами являются лишь 7% взрослого населения, в то время как в США — 35%, в Англии — 20%, во Франции — 14%¹.

Намного меньше в Германии и доля вложений в иностранные ценные бумаги. В течение последних 15 лет первичный выпуск и размещение акций ежегодно осуществляли 18—20 компаний ФРГ, в США же регистрируется в среднем 600 первичных выпусков акций в год. В портфеле институциональных инвесторов Германии акции предприятий традиционно занимают небольшой удельный вес по сравнению со структурой портфелей английских или американских инвесторов. Например, немецкие страховые компании в соответствии с ограничительными требованиями не должны иметь в своих портфелях более 30% акций предприятия.

Акционерными обществами Германии выпускаются обыкновенные и привилегированные акции, при этом последние могут быть с правом и без права голоса, но в любом случае они имеют преимущества перед обыкновенными акциями при выплате дивидендов. Доля привилегированных акций составляет 10—20% всех акций, которыми торгуют на фондовых биржах.

Большую часть обращающихся в Германии акций составляют простые акции с правом голоса, а также получения пропорциональной части чистой прибыли. Среди выпускаемых акций преобладают предьявительские, в то же время страховые компании обязаны выпускать только именные акции.

Перспективы развития европейского рынка акционерного капитала, в том числе Германии, с введением евро будут зависеть от того, насколько образование единого валютно-финансового пространства в рамках Европейского союза (ЕС) будет способствовать повышению эффективности предприятий и привлекательности в соответствии с этим выпускаемых ими акций для инвесторов.

Облигации. На рынке ценных бумаг Германии обращаются многочисленные долговые инструменты: государственные ценные бумаги, облигации крупных банков, облигации специализи-

¹ Рынок ценных бумаг. — 1999. — 10 (145)

рованных фондов (например, Совета по опеке над предприятиями бывшей ГДР), муниципальные облигации и еврооблигации. Кроме того, в январе 1997 г. впервые были выпущены параллельные облигации, деноминированные в немецких марках и французских франках.

Рынок государственных ценных бумаг ФРГ является одним из крупнейших в мире, основными заемщиками здесь выступают федеральное Правительство и правительства земель, доля которых в совокупной облигационной задолженности превышает 60% (см. табл. 11.1)

Таблица 11.1.

Структура облигационной задолженности ФРГ¹
(Июнь 1993 г., %)

Облигации федерального правительства	39
Муниципальные облигации	20
Облигации ипотечных банков	7
Облигации банков	23
Облигации акционерных обществ	0,1
Еврооблигации	12

Почти все облигации (до 90%) являются предъявительскими, они обращаются на биржевом и внебиржевом рынках. Вместе с тем именные облигации продаются лишь на внебиржевом рынке и биржевой котировки не имеют.

Государственные долговые обязательства Германии отличаются большим разнообразием. Правительство выпускает облигации ФРГ, федеральные облигации, федеральные кассовые облигации, казначейские финансовые обязательства, а также финансовые инструменты: долговые сертификаты, сберегательные сертификаты, беспроцентные казначейские сертификаты (см. рис. 11.2).

Обычный срок действия облигаций 10 лет, но имеются облигации с периодом обращения от 5 до 30 лет. Выпуск облигаций осуществляется в безналичной форме, федеральная долговая администрация регистрирует их движение в Федеральном долговом регистре.

¹ Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки. — М. Инфра-М, 1996.



Рис. 11.2. Виды государственных ценных бумаг ФРГ

Федеральные облигации выпускаются сроком на 5 лет, они обращаются в безбумажной форме в виде записей в Федеральном долговом регистре. Эти облигации рассчитаны главным образом на население.

Федеральные кассовые облигации выпускаются на срок от 3 до 5 лет, т. е. они являются среднесрочными долговыми обязательствами и эмитируются в форме записей в Федеральной долговой книге.

Казначейские финансовые обязательства выпускаются на один и два года. Они реализуются по цене ниже номинальной, т. е. это дисконтная ценная бумага, рассчитанная на мелких вкладчиков.

Долговые сертификаты относятся в ФРГ к разряду финансовых инструментов. Они похожи на контракты по получению кредита, однако могут обращаться на фондовом рынке. Их основными эмитентами являются государственные федеральные и местные органы власти, почтовая и железнодорожная службы, правительства земель. Срок их обращения — от 1 года до 15 лет. По ним выплачивается ежегодный доход в виде фиксированного

процента. Долговой сертификат может быть продан другим субъектам, что и служит основанием для отнесения его к ценным бумагам.

Беспроцентные казначейские сертификаты — финансовый инструмент, который выпускается для повышения ликвидности банковской системы и удовлетворения потребностей правительства в финансовых ресурсах.

Облигации федеральной железнодорожной и федеральной почтовой служб, а также правительства земель предназначены для большого круга инвесторов и являются высоколиквидными ценными бумагами.

Объем рынка муниципальных облигаций в Германии превышает 500 млрд марок, что составляет 20% рынка облигаций. Этот рынок постоянно развивается — среднегодовой объем эмиссий муниципальных облигаций составляет около 70 млрд марок. Преобладают кратко- и среднесрочные облигации: муниципальные облигации со сроком обращения до трех лет составляют 50% и от трех до пяти лет — 25% объема рынка. Обычная ставка купона равна 5—10% годовых. В силу высокого качества немецких муниципальных облигаций и их ликвидности они становятся привлекательными для многих инвесторов — немецких и зарубежных банков, страховых компаний, инвестиционных фондов и частных лиц.

Среди обширного перечня ценных бумаг следует выделить **конвертируемые облигации**, т. е. облигации, которые по истечении определенного срока обращения конвертируются, или обмениваются, на обыкновенные акции. В Германии Дойче Банк производит эмиссию конвертируемых облигаций. Они выпускаются со сроком обращения 10 лет. Цена на эти облигации первые две недели фиксированная, и по ней приобретают данные ценные бумаги все желающие. По прошествии этого срока конвертируемые облигации поступают для торговли на бирже, где цена устанавливается по результатам прошедших торгов. До истечения срока обращения (примерно в течение четырех лет) эти облигации обмениваются на акции банка. Ценовое соотношение обмена, как правило, следующее: облигации большей номинальной стоимости обмениваются на акции меньшей номинальной стоимости, поскольку в период владения облигацией ее владелец имеет право получить доход в виде определенного процента от номинальной стоимости. Процентная ставка составляет от 4 до 6% в год с разбивкой по купонным периодам.

Фондовые биржи. В результате воссоединения Федеративной Республики Германии с Германской Демократической Республикой на карте мира появилось государство с населением около 80 млн. человек. Германия в отличие от других стран ЕС является федерацией земель, которые обладают значительной автономией. Каждая земля имеет свою фондовую биржу и всего действует восемь фондовых бирж: в Гамбурге, Ганновере, Берлине, Бремене, Дюссельдорфе, Мюнхене, Франкфурте и Штутгарте. Долгое время лидирующее положение занимала Берлинская фондовая биржа, однако к началу 90-х годов около 2/3 совокупного объема торговли было сосредоточено во Франкфурте.

На фондовой бирже во Франкфурте котируются более 1000 компаний. На долю Франкфуртской фондовой биржи к настоящему моменту приходится 75% всего Германского биржевого оборота по акциям и 74% оборота по облигациям. Это самая крупная в Германии и четвертая в мире биржа, осуществляющая торговлю акциями 881 компании, опционными сертификатами 3825 фирм и 7485 займами. После реорганизации в 1992 г. фондовая биржа во Франкфурте составляет единое целое с Немецкой фондовой биржей (НФБ). Организационная структура фактически единой Немецкой фондовой биржи весьма специфична и не имеет аналогов. В современном виде она существует с 1 января 1993 г. По немецкому биржевому законодательству фондовая биржа представляет собой учреждение публичного права — некоммерческую организацию, т. е. НФБ является как бы государственной организацией, связанной с АО «Немецкая биржа» и подчиненной ей. Компания фондовой биржи была создана для более эффективной конкуренции с Лондоном и другими европейскими биржами.

Фондовый рынок Германии активно движется в сторону электронизации. Наблюдение за фондовыми биржами по Закону о биржах осуществляют правительства земель, на территории которых находятся фондовые биржи. Система регулирования рынка ценных бумаг в Германии была слабее, чем в других странах, однако в 1994 г. был принят Закон об операциях с ценными бумагами и возник федеральный орган — Комиссия по ценным бумагам, которая должна обеспечивать функции регулирования.

Немецкая биржа представляет собой открытое акционерное общество, в котором банки владеют 81% акций, 10% приходится на региональные биржи и 9% акций принадлежит маклерам.

Члены биржи делятся на три категории: банки, официальные курсовые маклеры (kursmakler) и свободные маклеры (freimakler).

Роль официальных курсовых маклеров состоит в том, что они принимают заявки на покупку и продажу ценных бумаг, а также определяют их курс. Курсовые маклеры назначаются правительством земли Эссен по рекомендации Совета управляющих и Палаты курсовых маклеров и приводятся к присяге Комиссаром земли по ценным бумагам. Свободные маклеры являются посредниками между кредитными учреждениями при заключении сделок между банками в тех случаях, когда они не имеют необходимого количества собственных сотрудников на бирже. Эти категории маклеров не имеют права производить сделки в интересах частных инвесторов.

В Германии только банки могут непосредственно совершать сделки с ценными бумагами для клиентов. Банки направляют в операционный зал биржи приказы, где они исполняются официальными брокерами — курсовыми маклерами.

С конца 1992 г. заявки на покупку и продажу ценных бумаг на Немецкой бирже передаются по каналам электронной связи и поступают в компьютер курсового маклера с помощью системы BOSS. Курсовой маклер определяет единую цену, которая позволяет выполнить наибольшее количество заявок. Для получения информации о заключенных сделках используется информационная система KISS. Система исполнения сделок на германских биржах компьютеризирована, все ценные бумаги, которые обращаются на Немецкой бирже, находятся в центральной депозитарии (за некоторым исключением) в основном в безналичной форме. При поставке ценных бумаг в центральной депозитарии средства списываются со счета продавца и записываются на счет покупателя.

11.2. Фондовые индексы немецкого рынка

Фондовые индексы. Наиболее популярным показателем, характеризующим состояние фондового рынка Германии, является взвешенный фондовый индекс ДАХ. Он начал использоваться на подъеме рынка в 1972 г. и уже через пять лет поднялся с 970 до 2038. Затем в 1987 г. во время краха рынка этот индекс опустился ниже 1400, но затем не только вернулся на прежний уровень, но и превзошел его. В последующие годы наблюдался значительный рост индекса ДАХ (см. рис. 11.3).

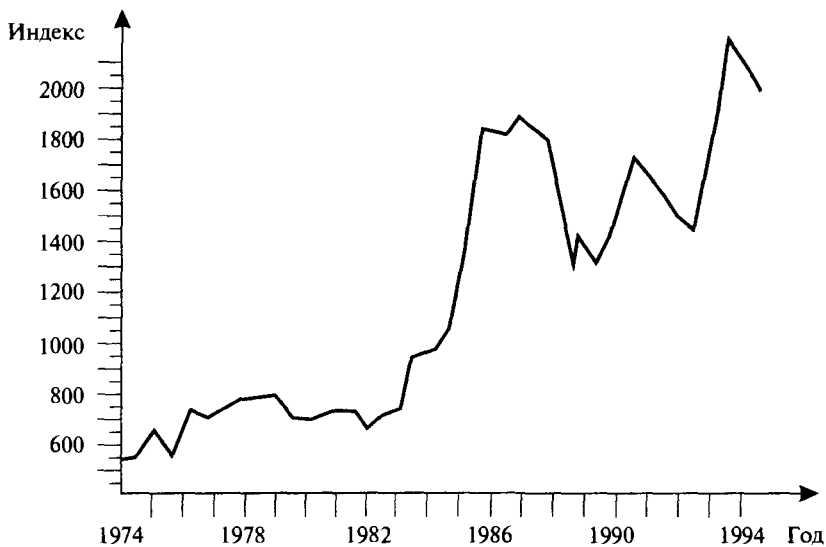


Рис. 11.3. Германский фондовый индекс

Кроме индекса ДАХ рассчитываются и другие фондовые индексы, среди которых следует отметить композитный индекс ДАХ (СДАХ) по 320 акциям, а также ДАХ-100 и индексы, отражающие движение курсов облигаций, REX и REXP.

Среди немецких компаний, чьи акции пользовались наибольшим доверием и соответственно популярностью в последние годы, можно назвать Siemens, Volkswagen, Henkel, Schering и др.

Глава 12. Рынок ценных бумаг Франции

12.1. Формирование и развитие французского фондового рынка

Рынок ценных бумаг Франции — один из старейших в мире. Изначально его главной особенностью стала активная роль государства и сосредоточение практически всех операций в столице Франции — Париже.

Традиции, связанные с подобного рода деятельностью, восходят к средним векам, когда на одном из мостов Парижа было установлено специальное место, где торговцы-менялы совершали сделки с драгоценными металлами и векселями. В связи с этим за данным местом закрепилось название Понт-о-Шанж (Меняльный мост). В XVIII в. обменная деятельность была перенесена на улицу Кенкампуа, где стали совершаться разнообразные и весьма крупные сделки, в частности широко известные операции шотландского банкира Джона Ло. Разразившийся после банкротства банка Джона Ло финансовый кризис показал необходимость государственного регулирования рынка ценных бумаг для борьбы с чрезмерной спекуляцией. До этого в практике операций не существовало официального курса, все операции проводились по гибкому графику между обедом и ужином. После закрытия биржи в 1720 г. государственным властям пришлось срочно принимать меры в борьбе с «черным» фондовым рынком, где осуществлялась незаконная продажа ценных бумаг.

Королевским указом от 24 сентября 1724 г. легально была учреждена Парижская биржа, которая находилась под непосредственным контролем начальника полиции. Было определено и время биржевой сессии: с 10 до 13 часов.

Решением Государственного Совета от 1774 г. биржа была разделена на товарную и фондовую. Указом Конвента от 17 июня 1793 г. все биржи были закрыты, а деятельность акционерных обществ запрещена. Затем 20 мая 1794 г. биржа была восстановлена и снова закрыта 9 сентября 1795 г. Но из-за ширококомасштабной спекуляции, которая за этим последовала, властям пришлось в том же году издать закон, позволяющий вновь открыть биржу.

В период правления Наполеона в 1808 г. его распоряжением было начато строительство здания для фондовой биржи. Строительство финансировалось за счет специального налога, введенного торговой палатой, и добровольных взносов брокеров. Строительство было завершено в конце 1826 г., и состоялось торжественное открытие новой биржи. Помимо фондовых ценностей на ней котировалось немало товаров и валюта. Именно здесь, в Пале-Броньяр, сегодня и размещается Парижская биржа.

Столь же долгую и интересную историю имеет во Франции и профессия биржевых посредников. Предшественниками современных брокеров были средневековые менялы, которых во Франции называли *coûttatier de change* (позже сократилось до *courtier*). Эту профессию ввел еще Филипп IV Красивый в 1304 г. Официально должность менялы была закреплена специальным указом Карла IX в 1572 г. Эти посредники совершали операции не только с ценными бумагами, но и с товарами и валютой. Гугенотские войны конца века временно прекратили действие этого указа, который был вновь введен в 1598 г. Генрихом IV. Менялы назначались непосредственно королем: восемь — в Париже, двенадцать — в Лионе, по четыре — в Руане и Марселе. Количество посредников в Париже быстро увеличилось: 20 — в 1634 г., 30 — в 1638 г., 35 — в 1645 г. Со 2 апреля 1639 г. профессиональные биржевые посредники стали именоваться агентами по обмену (*agent de banque et de change*, позже просто *agent de change*). Свой первый официальный статус они получили в 1684 г. Другой указ в 1705 г. установил фиксированное число посредников (115) на всю Францию и за небольшую плату предоставил агентам по обмену монополию на совершение сделок с государственными ценными бумагами. Из них в Париже в 1708 г. находилось 40 брокеров, в 1713 г. — 60. Они исчезли во времена расцвета деятельности банкира Ло, который выпускал ценные бумаги на предъявителя: на улице Кенкампуа обмен происходил из рук в руки без посредников. Агенты по обмену возобновили свою деятельность после краха Ло в 1720 г.

Указ 1724 г., который возродил биржу, состоял из 451 статьи, причем 25 из них касались агентов по обмену. В частности, они сохранили монополию на торговлю государственными ценными бумагами, но потеряли статус министерских чиновников. Они могли совершать только срочные операции и не имели права вслух объявлять курс. Последнее запрещение было снято в 1774 г. для усиления прозрачности рынка. В 1774 г. была также создана профессиональная Палата брокеров, которая состояла из синдика (главы) и шести его помощников.

Постановлением от 1785 г. (действовало до 1823 г.) агентам по обмену было разрешено совершать сделки только с королевскими ценными бумагами. Причиной тому был невероятный расцвет спекуляции. В 1791 г. было разрушено профессиональное объединение агентов по обмену и упразднена их должность. Но уже с 1801 г. вышел декрет, по которому государственные органы могли открывать торговые биржи везде, где они сочтут необходимым. При этом на биржах устанавливались должности государственных служащих, наделенных исключительным правом выступать посредниками в сделках с товарами и фондовыми ценностями. Количество брокеров было ограничено 80, из которых 71 назначался правительством.

Статья 76 Торгового кодекса 1816 г. определяла агента по обмену как «единственного, имеющего право совершать операции с государственными ценными бумагами и другими фондовыми ценностями, которые могут котироваться на бирже». Согласно постановлению 1816 г., курсы ценных бумаг должны были гарантироваться 60 брокерами, которые, сохраняя монополию на совершение сделок, обязаны были выполнять определенные правила (предоставлять финансовые гарантии, не заниматься другой торговой деятельностью и т. п.). Практически статус французского брокера не изменялся вплоть до реформы 1988 г.

В 1885 г. после долгих споров было узаконено существование рынка срочных операций.

Свой первый официальный статус в глобальном значении Парижская биржа приобрела 7 октября 1890 г. по указу, состоящему из 84 статей, где были оговорены все правила ее функционирования. Не стал исключением и вопрос налогообложения: законом от 1893 г. за совершение всех кассовых и срочных сделок был установлен гербовый сбор и введен специальный налог на все биржевые операции. Этот закон дополнил Закон 1872 г. о налоге на доход от ценных бумаг.

Именно с этого времени коммерческие банки стали активными участниками фондового рынка, зачастую выступая в качестве посредников.

К этому времени наряду с биржевым рынком во Франции также существовал и внебиржевой, или кулиса (*la coulisse*). В 1885 г. была организована палата внебиржевых брокеров, которая объединила всех неофициальных биржевых посредников (так называемых кулисье). Отношения официальных и неофициальных брокеров обострились, когда в ходе кризиса 1895 г. были раскрыты махинации некоторых кулисье. Законодательно внебиржевой рынок был закреплен постановлением 1898 г. В том же году было обра-

зовано профессиональное объединение банкиров, действующих на кассовом рынке, и банкиров, действующих на срочном. На внебиржевом рынке было разрешено совершать операции с любыми фондовыми ценностями, не котирующимися на биржевом рынке. Узаконенная кулиса стала фактическим монополистом на внебиржевом рынке, вытеснив появившиеся к тому времени так называемые «закулисные рынки». В 1901 г. между биржевыми и внебиржевыми брокерами было заключено официальное соглашение, четко установившее правила передачи приказов и взимания комиссионных. Тем не менее официальная биржа сохранила первенство: общая стоимость ценных бумаг, которые там обменивались, примерно в семь раз превосходила капитал, обращающийся на так называемой параллельной бирже.

Законом от 29 июля 1961 г. внебиржевой рынок стал составной частью официальной Парижской биржи. Вследствие этого исчез особый статус внебиржевого посредника: они слились с официальными брокерами, которые отныне имели право совершать сделки со всеми ценными бумагами независимо от того, допущены они к официальной котировке или нет. Однако несмотря на то, что официальный рынок и рынок внебиржевой внешне были объединены в стенах Парижской биржи, внутреннее различие между ними сохранялось. Любая ценная бумага могла котироваться лишь на одном из этих рынков. Разумеется, требования для доступа на внебиржевой рынок были менее жесткими, если не сказать формальными.

Декретом от 27 июля 1967 г. брокерским компаниям было разрешено предоставлять услуги по доверительному управлению портфелями ценных бумаг.

12.2. Реформирование французского финансового рынка в 80—90-е годы

В 80-х годах XX в. во Франции начался процесс реформирования финансового рынка, необходимость которого частично вытекала из факта усиления международной конкуренции. Данный процесс проходил под непосредственным воздействием государственной власти и профессиональных участников фондового рынка, которые стремились преодолеть назревшие внутренние противоречия (например, необходимость расширения займов, следовавшую из бюджетного дефицита) и при этом способствовать увеличению международного значения Парижской

биржи. В рамках проводимой реформы можно выделить следующие этапы:

— Создание в январе 1983 г. на Парижской бирже Второго рынка (*le Second marche*), рассчитанного на средние и мелкие предприятия и характеризующегося менее жесткими листинговыми требованиями.

— 24 октября 1983 г. официальный рынок был подразделен на две части: рынок кассовых сделок (*le Marche au comtant*) и рынок срочных сделок (*le Marche a reglemant mensuel - RM*).

— Дематериализация ценных бумаг: с ноября 1984 г. акции и облигации больше не существовали в документарной форме. Все ценные бумаги во Франции выпускаются сегодня только в бездокументарном виде.

— В феврале 1986 г. в одном из торговых залов Парижской фондовой биржи была открыта фьючерсная биржа MATIF (что изначально расшифровывалось как *le Marche a Terme des Instruments Financiers*, а теперь — *le Marche a Terme International de France*). Этот рынок контролируется и регулируется Центральным банком. Членами МАТИФ являются как биржевые общества, так и банки. На МАТИФ обращаются следующие инструменты: фьючерсные контракты на долгосрочные (7—10 лет) облигации, процентные ставки, индекс САС-40, иностранная валюта, а также фьючерсы на сахар, картофель и кофе.

— В марте 1987 г. на Парижской бирже была введена автоматизированная система САС (*Cotation assistee en continu*). За основу была взята система CATS, используемая на Торонтской фондовой бирже, аналог японской системы CORES, применяемой на Токийской фондовой бирже. Эта система сделала возможным для любого профессионального участника рынка, в какой бы точке страны он ни находился, совершение сделок на Парижской фондовой бирже. Региональные французские биржи также стали включать в эту систему свои акции, что превратило их, по сути, в филиалы Парижской биржи.

— В сентябре 1987 г. в Париже была создана биржа опционов MONEP (*le Marche des Options Negociables a Paris*), которая является дочерней компанией Парижской фондовой биржи и находится в том же здании. Членами MONEP могут быть только члены Парижской биржи.

— Если до 1988 г. профессиональными участниками фондового рынка являлись так называемые агенты по обмену — небольшие брокерские фирмы в форме товариществ, то с января 1988 г. они были переименованы в биржевые общества

(Societes de Bourse). Новый статус позволял брокерским компаниям образовывать совместные предприятия с банками и другими финансовыми институтами, в том числе и с иностранными партнерами, а также выпускать собственные ценные бумаги. Отныне только биржевые общества могли совершать сделки на фондовой бирже. Профессиональная палата агентов по обмену была упразднена, а ее функции перешли к Обществу французских бирж — Парижской бирже (Societes des Bourses Francaises (SBF) — Paris Bourse), Совету фондовых бирж (le Conseil des Bourses de Valeurs — CBV) и Совету по срочным рынкам (le Conseil du Marche a Terme — CMT).

— В октябре 1990 г. на Парижской бирже была введена в строй полностью автоматизированная расчетно-клиринговая система RELIT (Reglement-Livraison des titres).

— Переход от отдельных местных французских бирж к единому национальному рынку ценных бумаг. Семь работающих во Франции бирж (биржи Бордо, Лилля, Лиона, Марселя, Нанси и Нанта) в январе 1991 г. объединились вместе с Парижской биржей в компьютеризированную систему САС (с 1995 г. — SuperCАС).

— Создание в марте 1996 г. в рамках Парижской биржи Нового рынка (le Nouveau Marche), рассчитанного на предприятия с низкой капитализацией, но большим потенциалом роста (работающих в основном в области инноваций). Правила функционирования этого рынка во многом заимствованы у американской внебиржевой сети NASDAQ.

— Создание в 1996 г. Европейского нового рынка (EuroNM). Парижская и Брюссельская биржи заключили соглашение о создании общеевропейской сети для ценных бумаг эмитентов с большим потенциалом роста. Затем к этому договору присоединились Новые рынки Амстердама, Франкфурта и Милана.

— С 1 января 1996 г. вступило в силу общеевропейское Положение об инвестиционных услугах (Directive europeenne sur les services d'investissements — DSI), согласно которому все страны — члены Европейского Союза должны были привести в соответствие свою систему устройства и регулирования финансовых рынков. С этой целью во Франции 2 июля 1996 г. был издан Закон «О модернизации финансовой деятельности» (La loi de la modernisation des activitees financiers).

До этого момента на рынке ценных бумаг в качестве посредников действовали три различных типа институтов:

— Кредитные учреждения (*les établissements de credit*). Только они имели право действовать на первичном рынке по размещению новых эмиссий. Кроме того, они могли совершать сделки с краткосрочными и среднесрочными (до семи лет) долговыми обязательствами (векселями), которые не котировались на бирже, а также с опционными и фьючерсными контрактами. Ни в коем случае они не могли быть членами Парижской фондовой биржи и совершать на ней сделки;

— биржевые общества (*les sociétés de bourse*). Обладая специальным статусом, только они имели право заключать сделки на Парижской фондовой бирже; они могли также совершать операции с другими финансовыми инструментами (такими, как вексель) и тем самым конкурировать с кредитными учреждениями;

— компании по доверительному управлению портфелем (*les sociétés de gestion de portefeuille*). Единственной деятельностью этих организаций было доверительное управление портфелями ценных бумаг. Но это нельзя назвать монополией на указанный тип операций: все три типа инвестиционных компаний имели право на ведение данной деятельности.

Закон 1996 г. изменил существовавшее положение, и теперь различают лишь два вида посредников, имеющих право оказывать инвестиционные услуги:

1) кредитные учреждения (банки, сберегательные кассы и т. д.);

2) инвестиционные компании (бывшие биржевые общества и компании по доверительному управлению портфелем). И те и другие сегодня имеют право совершать любые операции на фондовом рынке: принимать и исполнять поручения клиентов, управлять портфелем ценных бумаг, выпускать депозитарные расписки и т. д.

В результате слияния Совета по фондовым биржам и Совета по срочным рынкам в сентябре 1996 г. была создана единая профессиональная саморегулируемая организация — Совет по финансовым рынкам (*le Conseil des Marchés Financiers — CMF*).

В июле 1998 г. было решено упразднить внебиржевой рынок (*le Marché Hors-Cote*), который с 1962 г. являлся составной частью Парижской фондовой биржи. Дело в том, что этот рынок обладал листинговыми требованиями, хотя и минимальными, и регулировался фондовой биржей. А согласно общеевропейскому Положению об инвестиционных услугах, внебиржевой рынок ценных бумаг понимается как нерегулируемый рынок. Таким образом, с 1998 г. этот рынок уступил место Свободному рынку

(le Marche Libre OTC), который не подвергается регулированию со стороны фондовой биржи и при вступлении на который к компании не предъявляются никакие требования.

30 декабря 1998 г., в последний биржевой день года, французская биржа последний раз работала «во франках», с 4 января 1999 г. (первый биржевой день нового года) она перешла на евро. С этого момента:

— для котировок всех финансовых инструментов, для которых раньше использовался франк, стали применять евро; все расчеты между профессиональными участниками фондового рынка ведутся только в евро;

— для инвесторов, не являющихся профессиональными участниками рынка, евро не обязательно: в течение всего периода перехода на единую валюту, т. е. до 31 декабря 2001 г., они могут использовать по своему выбору либо франк, либо евро. Кроме того, не обязательно иметь два счета (во франках и в евро), чтобы была возможность заключать сделки и во франках и в евро, достаточно иметь один счет, а операции по переводу из одной валюты в другую брокерские фирмы должны делать автоматически, причем бесплатно;

— несмотря на то, что официальным является только курс евро, информационные средства (пресса, Интернет) при публикации котировок могут также указывать эквивалент суммы во франках.

12.3. Инструменты фондового рынка

Французский фондовый рынок представлен большой номенклатурой выпускаемых ценных бумаг. Облигации традиционно занимают на нем место гораздо большее, чем акции.

Ассортимент выпускаемых во Франции долевых ценных бумаг включает разные виды **акций**. Они могут быть обыкновенными и привилегированными, голосующими и неголосующими, с одним или двойным правом голоса.

Обыкновенные акции (actions ordinaires) в большинстве своем являются предъявительскими. Привилегированные акции (action preferentielles) выпускаются и в форме именных, и в форме предъявительских. Но в форме именных акций выпускаются акции, не имеющие листинга на фондовых биржах.

Обыкновенные акции обладают традиционными характеристиками в отношении права голоса и распределения прибыли.

Привилегированные акции предоставляют преимущество их владельцам при распределении чистой прибыли в виде более высокого дивиденда, первоочередного распределения дивидендов или первоочередность при распределении имущества акционерного общества при его ликвидации.

И обыкновенные, и привилегированные акции предоставляют право голоса. Двойное право голоса предоставляется по именованным акциям при условии полной оплаты и нахождения у акционера более двух лет.

Неголосующие привилегированные акции (*actions a dividendes prioritaires — ADP*) появились во Франции в 1978 г. Владельцы таких акций имеют преимущество перед остальными акционерами: выплачиваемый по акциям дивиденд не может быть менее 7,5%. Первый дивиденд является частично кумулятивным, поскольку, если в год эмиссии чистой прибыли недостаточно, его можно выплатить из чистой прибыли в течение следующих трех финансовых лет.

Эти акции приобретают право голоса в том случае, если в течение трех лет дивиденд полностью не выплачивается, и сохраняют голосующий статус до момента полной выплаты всех причитающихся дивидендов. Для выпуска таких акций акционерное общество должно иметь чистую прибыль в течение двух лет до их эмиссии, причем общий объем эмитированных привилегированных неголосующих акций не может превышать 25% оплаченного акционерного капитала компании.

Инвестиционные сертификаты (*certificats d'investissements*) и привилегированные инвестиционные сертификаты появились в 1983 г. с целью стимулирования частных инвестиций в государственные компании. Права их владельцев примерно такие же, как и владельцев привилегированных акций без права голоса. Инвестиционные сертификаты, как и привилегированные акции без права голоса, не могут составлять свыше 25% выпущенного акционерного капитала общества.

Инвестиционные сертификаты выпускались крупными компаниями, а также некоторыми частными семейными компаниями в целях привлечения капитала без потери контроля над обществом. По закону от 5 января 1988 г., право голоса передавалось владельцам инвестиционных сертификатов в виде сертификатов на голосование. При наличии обоих сертификатов у одного владельца они автоматически конвертировались в полноценные акции. Чтобы не потерять право голоса, владелец должен был уведомить компанию в течение 15 дней после объявления конверсии.

В настоящее время акции не имеют сертификатов, а существуют в виде записей на счетах в центральном депозитарии SICOVAM (Societe Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobiliers).

Производные инструменты на рынке акций представлены сертификатами акций, варрантами и подписными правами.

Сертификаты акций, предназначенные для обращения за пределами Франции, — это ценные бумаги, имеющие листинг на Парижской фондовой бирже и, по крайней мере, на одной зарубежной и выпускаемые SICOVAM для обращения вне Франции.

Варрант (Bon de souscription) — это сертификат, отделяемый от акции или облигации и дающий право его владельцу приобрести вновь выпускаемые ценные бумаги на заранее определенных условиях.

Подписные права (Droit de souscription) — это обращающийся инструмент, аналогичный английским райтам. Во Франции используются обращающийся и необращающийся варианты подписных прав.

Рынок облигаций развит во Франции в большей степени, чем рынок акций. Это отражает ту роль, которую государство играет в экономике и экономической политике страны. Основу рынка составляют государственные облигации, на которые приходится примерно треть всей облигационной задолженности. Вторым крупным элементом этого рынка являются облигации государственных компаний.

Казначейство Франции (Trésor) выпускает три вида государственных облигаций.

Краткосрочные казначейские облигации (BTFs) — краткосрочные дисконтные облигации со сроком 4—7 недель, а также 13, 26 и 52 недели. Их продажа осуществляется каждый понедельник на аукционах. Минимальный номинал — 1 млн фр.

Казначейские среднесрочные облигации (BTANs) имеют тот же номинал, в 1 млн. фр., распространяются методом аукциона каждый третий рабочий четверг каждого месяца. Выпускаются они на срок от двух до пяти лет с одноразовым погашением и выплатой процентного дохода один раз в год. Эти облигации не имеют биржевой котировки.

Долгосрочные облигации (OATs) выпускаются на срок от 7 до 30 лет раз в месяц с выплатой процентного дохода один раз в год. Погашение осуществляется одноразовым платежом. Эти облигации имеют и биржевую, и внебиржевую котировку.

Казначейство выпускает также среднесрочные и долгосрочные облигации, выраженные в евро.

Аукционы проводятся в форме подачи закрытых заявок и регистрируются с помощью автоматизированной системы «Тельсат». Фактически любое учреждение, имеющее счет в Банке Франции, может подать заявку на участие в аукционе, однако на практике почти все прибегают к помощи группы из 18 уполномоченных дилеров (*specialistes en Valeur du Tresor — SVT*).

Все облигации выпускают в бездокументарной форме. Поставка кратко- и среднесрочных облигаций производится против платежа с помощью банковских платежных систем. Долгосрочные облигации поставляются против платежа через систему RELIT.

Облигации государственных предприятий выпускают примерно 20 эмитентов, которых можно разделить на три группы:

- региональные и муниципальные финансовые агентства;
- государственные предприятия общественного пользования (например, Национальная ассоциация железных дорог);
- финансовые учреждения.

Начиная с 1983 г. законодательство предоставило возможность выпускать ряд новых финансовых инструментов: облигации с варрантами и конвертируемые облигации. Существует множество разновидностей этих новых инструментов, в частности конвертируемые облигации с правом досрочного погашения, облигации, процент по которым выплачивается при погашении.

В середине 80-х годов банки приступили к выпуску обращающихся депозитных сертификатов на срок от 10 дней до 7 лет, с минимальным номиналом в 1 млн фр.

Краткосрочные ценные бумаги (*billets de tresorerie*) выпускаются нефинансовыми компаниями, существующими не менее 2 лет. Срок — от 10 дней до 7 лет, минимальный номинал — 1 млн фр.

Все облигации, выпущенные после 1 января 1987 г., освобождены от налога на проценты по облигациям.

В отличие от населения нашей страны в сознании французов прочно укрепился стереотип обеспеченного человека как держателя акций. Этому способствовало длительное историческое развитие и регулирование рынка ценных бумаг в стране с учетом прежних ошибок. Например, сегодня 39% французов утверждают, что именно покупка акций является залогом обеспеченной старости.

Как известно, именно активность мелких инвесторов определяет ликвидность фондового рынка. Большинство французов в настоящее время согласились бы обменять часть заработной платы на акции предприятия. Половина тех, кто уже владеет акциями, планируют в ближайшем будущем расширить свой портфель. В итоге 52% опрошенных заявляют, что они либо уже являются, либо однажды станут акционерами.

12.4. Органы регулирования фондового рынка Франции

Основным органом, регулирующим фондовый рынок, является Комиссия по биржевым операциям (la Commission des Opérations de Bourse — COB). Комиссия является независимым административным органом, осуществляющим надзор за фондовым рынком. Она была создана постановлением от 28 сентября 1967 г. по примеру Комиссии по ценным бумагам и биржам США. Среди аналогичных европейских институтов COB является старейшим. Законами от 2 августа 1989 г. и от 2 июля 1996 г. за ним были закреплены полномочия, которые существуют и сегодня.

Закон 1996 г. повысил статус Комиссии, сблизив ее определенным образом с законодательным органом: последний теперь принимает участие в ее формировании и, кроме того, председатель COB имеет право потребовать, чтобы его выслушали в финансовых комитетах обеих палат парламента.

Основной целью COB является поддержка конкурентоспособности рынка, за которым она осуществляет наблюдение, и укрепление кредитоспособности французского финансового рынка. Основными принципами деятельности фондового рынка, на достижение которых направлена деятельность COB, являются прозрачность, надежность и справедливость.

К *основным функциям* COB относятся:

— защита сбережений, независимо от того, были ли эти средства инвестированы в финансовые инструменты (акции, долговые ценные бумаги, срочные финансовые инструменты) или вложены в другие ценности, на приобретение которых публично была объявлена подписка (паи в фондах недвижимости или вложения в материальные ценности);

— проверка инвестиционной информации. COB должна завизировать информационные отчеты эмитентов, которые последние обязаны публиковать в случае объявления подписки на

ценные бумаги (допуска к котировкам на бирже, новой эмиссии, передачи контрольного пакета акций и т. д.). СОВ унифицирует форму документов, составляемых эмитентом при совершении таких операций, как внесение вклада в уставный капитал, слияние компаний. СОВ проверяет всю предоставляемую компаниями информацию: как публикуемую, так и непубликуемую официально;

— обеспечение должного функционирования финансовых рынков.

СОВ состоит из председателя и девяти членов. Председатель назначается Советом министров на шестилетний срок. Его мандат не может быть ни отозван досрочно, ни продлен на второй срок. Другие девять членов назначаются на четырехлетний срок с возможностью назначения на второй срок. Среди этих девяти человек трое назначаются судебными органами; по одному члену назначают директор Банка Франции, Совет по финансовым рынкам и Национальный совет по счетоводству; троих назначают председатели органов законодательной власти (Сенат, национальное собрание и Совет по экономическим и социальным делам).

Комиссия имеет свой внутренний регламент, который детально описывает все правила относительно обсуждения каких-либо вопросов и принятия по ним решений. Никто из членов СОВ, включая председателя, не может участвовать в решении вопросов, в которых он имеет личную заинтересованность.

Комиссия определяет положения и правила, обязательные для выполнения всеми профессиональными участниками фондового рынка. Эти правила публикуются в официальной газете (*le Journal Officiel*) после их официального подтверждения министром экономики и финансов.

Кроме того, Комиссия по биржевым операциям консультирует по применению издаваемых положений, чтобы гарантировать всем участникам рынка максимальную юридическую безопасность.

СОВ обладает финансовой независимостью: ее бюджет формируется за счет сборов, которые обязаны уплачивать все лица, чья деятельность на рынке регулируется Комиссией (в основном это эмитенты и инвестиционные институты).

Надзор Комиссии по биржевым операциям за фондовым рынком заключается в выявлении и предотвращении действий, способных нанести урон инвесторам. К таким действиям относятся: биржевые махинации (незаконное использование конфиденциальной информации, а также дезинформация и манипуля-

ция с биржевыми курсами); деятельность, противоречащая правилам, установленным СОВ; различные нарушения законов, регулирующих деятельность акционерных обществ, или нормативных актов относительно управления портфелем или купли-продажи ценных бумаг.

Если информация, предоставляемая эмитентом, неточна, СОВ может, не прибегая к административным или уголовным санкциям, для выполнения своей основной функции использовать следующие методы:

- потребовать от компании публикации уточненных данных;

- проведя исследование, заняться распространением среди широкой публики информации, которая ранее не была предоставлена эмитентом;

- в крайнем случае приостановить котировки ценных бумаг данного эмитента (например, до публикации уточненных данных);

- официально объявить выговор, который Комиссия была вынуждена сделать данному участнику рынка.

Одной из функций Комиссии является выявление на рынке ситуаций, не характерных для данной ценной бумаги или конкретного рынка, что само по себе может быть признаком ненормального функционирования рынка или возможных манипуляций. Наблюдение за фондовым рынком СОВ осуществляет с помощью широкой компьютерной сети.

Председатель СОВ имеет право провести расследование относительно деятельности эмитентов и других профессиональных участников фондового рынка, если считает, что в этом есть необходимость. Как правило, причиной таких расследований являются различные жалобы. СОВ имеет специальный персонал для проведения расследований. Эти специалисты вправе получить доступ в любые служебные помещения; потребовать копии любых документов, которые им необходимы; вызывать на допрос любого человека, способного сообщить какую-либо информацию; под наблюдением судьи изымать документацию и проводить обыск, когда дело касается незаконного использования конфиденциальной информации. При проведении расследований СОВ может также запрашивать информацию у своих иностранных коллег. По окончании расследования Комиссия имеет право наложить санкции, объявить выговор, передать дело в дисциплинарные или судебные инстанции для окончательного разрешения либо закрыть дело.

Для защиты инвесторов СОВ может также принять следующие меры:

- отозвать лицензию у профессионального участника фондового рынка;

- предложить возместить ущерб подписчикам на ценные бумаги;

- обратиться в суд высшей инстанции с просьбой наложить секвестр на средства, ценные бумаги или права обвиняемых участников фондового рынка либо временно их изъять либо временно запретить профессиональную деятельность этих участников на рынке ценных бумаг.

В 1999 г. СОВ рассмотрела 2500 заявлений с жалобами. Если поданная жалоба обоснована, то применяются четыре способа ее удовлетворения: наложение штрафных санкций; отправление на рассмотрение к генеральному прокурору (в случае уголовных нарушений); направление в гражданский суд (если компания согласна возместить убытки) или же разрешение дела по обоюдному согласию сторон.

При наложении административных санкций на размер штрафов влияет степень нарушения во взаимосвязи с объемом незаконно полученной прибыли и других преимуществ. Если Комиссия зафиксировала нарушение правил, установленных на бирже, она имеет право наложить штраф до 10 млн фр., или до 10-кратного размера полученной прибыли.

В дисциплинарном порядке, например, если компания по доверительному управлению ценными бумагами не выполняет должным образом свои профессиональные обязанности, СОВ вправе наложить санкции от выговора до запрещения ведения деятельности по всем предоставляемым услугам или части из них. Кроме того, Комиссия может наложить штраф в пределах до 5 млн фр. или же в 10-кратном размере предполагаемой прибыли.

При определенных обстоятельствах Комиссия направляет дела на рассмотрение в другие дисциплинарные инстанции, а именно:

- в Совет по финансовым рынкам (в случае, если СОВ располагает информацией о нарушениях, совершенных профессиональными участниками финансовых рынков);

- в Банковскую Комиссию по делам, входящим в ее компетенцию;

- в дисциплинарный Совет по инвестиционным фондам коллективного вложения в ценные бумаги, если речь идет о нарушениях законодательных норм относительно этого типа компаний;

— в профессиональные дисциплинарные палаты, когда свои обязанности нарушили счетные комиссары и т. п.

При направлении дела на рассмотрение в судебные органы председатель Комиссии может выступать в любых судах от имени государства (за исключением уголовных судов).

Если деятельность участника рынка ценных бумаг противоречит существующим положениям законодательства или других нормативных актов и каким-либо образом ущемляет права инвесторов, то председатель СОВ может направить дело на рассмотрение в Парижский суд высшей инстанции.

В отдельных случаях, например, если инвестор не продекларировал количественные изменения в своем портфеле акций в ту или другую сторону от пороговых значений (5, 10, 20, 33,3, 50, 66,6%), Комиссия может обратиться в Торговый суд с просьбой временного приостановления права голоса акционера. Если же СОВ обнаружила нарушения уголовного характера (биржевые махинации, нарушение закона о торговых товариществах и т. д.), она может передать дело в прокуратуру. В случае с махинациями на бирже уголовные меры предусматривают до двух лет заключения и/или штраф от 6 тыс. до 10 млн фр. или до 10-кратного размера полученной прибыли.

Для достижения своей основной цели Комиссия по биржевым операциям работает в тесном сотрудничестве с профессиональными организациями.

Совет по финансовым рынкам (Conseil des Marche financiers — CMF) — это профессиональная организация, являющаяся юридическим лицом, которая устанавливает общие правила функционирования фондового рынка. Она фиксирует правила поведения на рынке компаний, предоставляющих финансовые услуги, и следит за их соблюдением. Кроме того, Совет одобряет программу деятельности компаний. Ее компетенция распространяется на все операции (за исключением доверительного управления портфелем) как на биржевом, так и на внебиржевом рынке, осуществляемые инвестиционными или кредитными организациями.

Советом по финансовым рынкам управляет коллегия, состоящая из 16 человек.

Национальная компания счетных комиссаров (Compagnie nationale des commissaires aux comptes — CNCC) проводит проверки, благодаря которым СОВ может гарантировать точность информации о финансовых отчетах компаний. По договору, заключенному с СОВ, последняя имеет право изучать личные дела комиссаров.

12.5. Организация Парижской фондовой биржи

В настоящее время Парижская фондовая биржа (ПФБ) (ParisBourseSBF SA) имеет статус специализированного финансового института и представляет собой акционерное общество, держателями акций которого являются члены биржи.

В компетенцию Парижской биржи входит выполнение следующих функций:

- разработка правил функционирования рынка, которые должны быть одобрены CMF;
- допуск ценных бумаг к котировке на бирже;
- принятие новых членов биржи;
- обеспечение публичности торгов и распространение информации об изменении курсов;
- регистрация сделок между участниками с помощью клиринговой палаты Clearnet SBF SA (филиал Парижской биржи) и обеспечение таким образом гарантий оплаты и поставки ценных бумаг;
- предоставление эмитентам услуг по котировке их ценных бумаг и осуществление финансовых операций.

Если раньше, как уже говорилось, доступ на рынок был открыт только для агентов по обмену, а позже для биржевых обществ, то сейчас биржевым посредником может стать любое финансовое учреждение, осуществляющее свою деятельность во Франции, в том числе и иностранное.

Для того чтобы стать членом биржи во Франции, необходимо предоставить следующие документы, содержащие сведения о компании:

- учредительный договор;
- лицензию и утвержденную программу деятельности (утверждение программы и лицензирование деятельности по доверительному управлению портфелем ценных бумаг осуществляется Комиссией по биржевым операциям, а лицензирование и утверждение остальных видов профессиональной деятельности — Комиссией по финансовым рынкам и Комитетом по кредитным учреждениям и инвестиционным компаниям);
- описание характера деятельности организации;
- сумму, состав и размещение капитала предприятия;
- список руководителей организации;
- копию внутреннего регламента учреждения, если таковой имеется;

— письменное обязательство о согласии с условиями принятия в члены биржи, установленными биржей;

— письменное обязательство соблюдать правила функционирования фондовой биржи.

Кроме того, биржа может потребовать предоставить любую дополнительную информацию. Затем соответствующие органы изучают предоставленное досье и сообщают свое решение не позднее чем через три месяца после подачи документов. Если новый член не начал свою деятельность через шесть месяцев после сообщения ему решения о его принятии в члены биржи, это решение считается недействительным, если нет специального разрешения биржи.

Статус биржевого посредника (*negociateur*) имеют все кредитные и инвестиционные компании, лицензированные соответствующими органами и ставшие членами биржи, для осуществления операций, связанных с покупкой и продажей ценных бумаг.

Электронная система торговли Парижской фондовой биржи работает пять дней в неделю с 10 до 17 часов, накопление заявок начинается в 8.30. Члены биржи, действуя по поручению клиентов или за свой счет, вводят заявки в систему САС, которые автоматически ранжируются по цене, а в пределах одной цены — в зависимости от времени поступления. После открытия рынка центральный компьютер рассчитывает цену открытия, по которой можно продать и купить наибольшее число акций. Одновременно система трансформирует заявки, подлежащие исполнению по рыночной цене, в лимитные заявки с ценой открытия. Все заявки на покупку выше цены открытия и на продажу ниже цены открытия удовлетворяются полностью. Заявки с ценами, равными цене открытия, исполняются в зависимости от наличия встречных заявок. Не исполненные по цене открытия заявки остаются в компьютеризированной книге заявок.

В течение биржевого дня торговля идет по принципу непрерывного двойного аукциона. Поступление новой заявки приводит к немедленному осуществлению одной или нескольких сделок, если в книге заявок имеется встречное предложение.

Правила биржи предусматривают границы изменения курса акций в течение дня, которые для наиболее ликвидных акций составляют 21,25% в случае роста и 18,75% при падении.

В 1989 г. ПФБ отменила фиксированные комиссионные, и в настоящее время они устанавливаются по соглашению между клиентом и фирмой по ценным бумагам.

Сегменты фондового рынка Франции. Рынок ценных бумаг во Франции подразделен на несколько частей. Разделение происходит в зависимости от степени жесткости листинговых требований. Рассмотрим подробнее каждый сегмент.

Первый рынок (le Premier Marche, раньше чаще использовалось название la Cote Officielle). На нем котируются ценные бумаги крупных компаний как французских, так и зарубежных. Требования допуска к котировке на этом рынке самые строгие. Первый рынок, в свою очередь, подразделяется на два сектора:

1. Рынок кассовых сделок (le Marche au comptant), где расчет по операциям происходит немедленно, а сделки без покрытия запрещены. Отметим, что этот рынок начинает устаревать, компании, акции которых там котируются, мало известны среди широкой публики. Что касается облигаций допущенных на Первый рынок, то они могут обращаться только на рынке кассовых сделок.

2. Рынок срочных сделок (le Marche a reglement mensuel — RM). Все операции, совершаемые на этом рынке, — твердые (цена и количество фиксируются во время заключения сделки) и обязательны к исполнению. Однако расчет по сделкам осуществляется в конце месяца. На этом рынке разрешены операции без покрытия, тем не менее инвестор должен обладать минимальным уровнем покрытия; либо 20% требуемой суммы — в наличных деньгах или в казначейских бонах, либо 25% — в свободно обращающихся долговых ценных бумагах, либо 40% — в акциях.

На этом рынке котируются только акции, наиболее ликвидные и популярные среди инвесторов как французских, так и иностранных эмитентов.

Второй рынок (le Second Marche) рассчитан на средние и мелкие (иногда даже семейные) компании, находящиеся в стадии роста, и нацелен на то, чтобы помочь им в увеличении собственного капитала. Он также может служить стартовой площадкой крупным предприятиям для последующего их доступа на Первый рынок. На Второй рынок принимаются предприятия только в форме акционерных обществ, которые уже имеют устойчивое положение на рынке.

За 16 лет существования на Второй рынок (с 1983 по 1999) были приняты 646 компаний, представляющих практически все отрасли экономики Франции (см. табл. 12.1).

Таблица 12.1

Распределение по отраслям компаний Второго рынка

Строительство	1,3
Торговля недвижимостью	1,6
Инвестиционные компании	2,1
Автомобилестроение	2,6
Сырье	4,5
Продовольственные товары	7,2
Финансовые услуги	10,7
Оборудование	11,5
Торговая сеть	13,7
Другие услуги	22,3
Другие потребительские товары	22,5

Источник: www.bourse-de-paris.fr

Новый рынок (le Nouveau Marche). Цель этого рынка — предоставить некрупным предприятиям с большим потенциалом роста необходимые средства для их развития. В основном это касается предприятий, работающих в области высоких технологий. Так как этот рынок связан с финансированием новых проектов расширения предприятий, он достаточно рискованный (курсы имеют тенденцию к резким изменениям), но и очень прибыльный. При вступлении на данный рынок компания обязана увеличивать уставный капитал. На Новом рынке осуществляются только кассовые сделки.

Европейский новый рынок (Euro. NM). Этот рынок находится в стадии формирования и представляет собой общеевропейскую сеть для Новых рынков разных стран. Пока общая сеть для передачи биржевой информации соединяет только Новые рынки Амстердама, Брюсселя и Парижа, а в ближайшем будущем планируется присоединение Франкфурта и Милана (см. табл. 12.2.).

Таблица 12.2

Структура биржевого рынка Франции на 29 февраля 2000 г.

	Первый рынок	Второй рынок	Новый рынок	Европейский новый рынок
Количество компаний	329	361	113	346
Капитализация (в млрд евро)	1495	57	32	162

Источник: www.bourse-de-paris.fr

Помимо перечисленных сегментов, существует еще так называемый рынок исключенных ценных бумаг (*les valeurs radices*). На этом рынке в течение шести месяцев обращаются фондовые ценности, вычеркнутые из списка регулируемого рынка. По прошествии этого срока данные ценные бумаги выбывают и из этого сектора и больше никогда не могут быть объектом купли-продажи на Парижской бирже.

Листинговые требования для вступления на биржевой рынок Франции показаны в табл. 12.3.

Таблица 12.3

Листинговые требования для вступления на биржевой рынок Франции

	Первый рынок	Второй рынок	Новый рынок
Биржевая капитализация	750—800 млн евро	12—15 млн евро (желательно)	1,5 млн евро собственных средств
Минимальное количество ценных бумаг, распространенных среди широкой публики	25% капитала	10% капитала стоимостью 4,5 млн евро	100 тыс. ценных бумаг стоимостью 4,5 млн евро
Информация, обязательная к предоставлению при вступлении	Финансовые отчеты за три года, заверенные счетными комиссарами	Финансовые отчеты за два года, заверенные счетными комиссарами	Проект развития предприятия
Информация, обязательная к предоставлению периодически	Листинговый проспект, завизированный СОВ. Финансовые отчеты компании, в том числе ежеквартальный, полугодовой и годовой. Финансовая информация должна публиковаться в бюллетене BALO (Bulletin des annonces legales obligatoires)		

Поскольку Европейский новый рынок является не чем иным, как объединением Новых рынков европейских стран, условия вступления на него совпадают с листинговыми требованиями Нового рынка. *Источник: www.bourse-de-paris.fr*

12.6. Фондовые индексы французского рынка

На французском фондовом рынке используются несколько индексов, отражающих состояние различных секторов этого рынка.

САС 40. Этот индекс рассчитывается на основе стоимости 40 самых ликвидных акций компаний, имеющих самую большую капитализацию и котирующихся на Первом рынке (т. е. это акции самых крупных компаний страны). Этот индекс рассчиты-

вается как средняя взвешенная общей стоимости 40 акций. За базовое значение индекса принимается 1000 (показатель на 31.12.1987 г.).

Базовое значение следующих индексов — также 1000, но на 31.12.1990 г.

SBF 80. Этот индекс рассчитывается на основе 80 ценных бумаг компаний, следующих по общей стоимости акций за первыми 40. Сюда входят уже не только акции Первого рынка срочных сделок, но и Первого рынка кассовых сделок, и Второго рынка.

SBF 120. В данный индекс входят все компании, включенные в два предыдущих индекса.

Три первых индекса рассчитываются в реальном времени, т. е. каждые 30 с на протяжении всей биржевой сессии (с 9 до 17 ч.). Расчет по следующим индексам ведется два раза в день — на момент открытия и закрытия биржи.

SBF 250. Цель этого индекса — представление об изменениях на Первом, Втором и Новом рынках в их совокупности. Компании, на основании которых рассчитывают этот индекс, отражают все 12 основных секторов экономики, представленных на бирже. Принципы отбора предприятий для этого индекса аналогичны предыдущим — берутся компании с наибольшей стоимостью акций, причем во всех секторах хозяйства. В этот индекс входят все акции, учитываемые при подсчета SBF 120.

MidCAC. Этот индекс рассчитывается на основе стоимости 100 ценных бумаг предприятий, имеющих среднюю капитализацию и котирующихся на Первом и Втором рынках. Так называемые «средние» компании отбираются следующим образом: из ценных бумаг, котирующихся на Первом и Втором рынках, исключают 20% акций, имеющих самую большую капитализацию, и столько же имеющих самую малую, а также ценные бумаги, котирующиеся менее 175 дней в году (из общего количества 250 биржевых дней), и ценные бумаги финансовых компаний. Поскольку принцип отбора ценных бумаг для этого индекса иной, нежели для предшествующего MidCAC, то входят как ценные бумаги, включенные в предыдущие индексы, так и невключенные.

Индекс Второго рынка (L'Indice Second Marche — SM). В этот индекс включаются показатели наиболее успешных компаний Второго рынка. В отличие от предыдущих индексов количество ценных бумаг, используемых при подсчете индекса SM, не фиксировано и меняется вместе с изменениями на данном рынке (на сентябрь 1999 г. в индекс входило 163 ценные бумаги).

В табл. 12.4 можно увидеть показатели фондовых индексов Парижской биржи на февраль 2000 г. и их прирост с начала года.

Таблица 12.4

Динамика индексов Парижской фондовой биржи

Индекс	Абсолютное значение январь — февраль 2000 г., млрд евро	Динамика роста за январь — февраль 2000 г., %
SBF 80	4468,01	+5,94
SBF 120	4222,32	+4,19
SBF 250	3981,26	+4,47
MidCAC	2999,20	+31,36
SM	2996,14	+22,95

Источник: WWW.bourse-de-paris.fr

Глава 13. Рынок ценных бумаг Японии

13.1. Инструменты фондового рынка Японии

До Второй мировой войны японского рынка ценных бумаг практически не существовало. В Японии с конца XIX в. государством традиционно проповедовались принципы жесткого разделения функций между различного вида финансовыми институтами, во многом заимствованные из Англии. В 1948 г. в стране был принят Закон «О ценных бумагах и биржах», который во многом копировал соответствующие акты США 1933 и 1934 гг. В соответствии с ним начала функционировать независимая Комиссия по ценным бумагам, впоследствии преобразованная в Управление ценных бумаг Министерства финансов. При нем был также создан Совет по ценным бумагам и биржам в качестве совещательного органа. Таким образом, японский рынок ценных бумаг стал активно регулироваться государством.

До недавнего времени коммерческим банкам страны законодательно запрещалось проведение операций рыночной купли-продажи ценных бумаг. Этим могли заниматься лишь специальные компании по операциям с ценными бумагами, сфера деятельности которых была строго разграничена с банками. После Второй мировой войны аналогично законодательству США в Японии был введен запрет и на проведение банками трастовых операций.

Однако со временем эти разграничения стали соблюдаться не слишком строго. Усилились тенденции взаимопроникновения сфер деятельности различных финансовых институтов. А с 1977 г. развернулась борьба за снятие данного разграничения, увенчавшаяся успехом к 1984 г. Поэтому сегодня практически все банки Японии могут осуществлять все виды операций с облигациями государственных займов и органов местной власти, бумагами, гарантированными правительством, а также с национальными и иностранными корпоративными ценными бумагами. Произошла либерализация деятельности многих других институциональных участников рынка ценных бумаг, в частности фондовой биржи.

Для осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг необходимо получение государственных лицен-

зий. Министерство финансов Японии выдает лицензии по четырем направлениям этой деятельности: брокерская, дилерская, андеррайтинговая и мелкие операции с частными инвесторами. Кроме того, все профессиональные участники рынка ценных бумаг являются членами саморегулируемой организации — Японской ассоциации дилеров фондового рынка.

Рынок акций Японии является сегодня вторым в мире по объему годового оборота, чему способствовали ощутимые послевоенные успехи развития промышленности в стране. На протяжении длительного времени (до 1989 г.) курсы многих акций, котирующихся на Токийской фондовой бирже (ТФБ), неуклонно повышались на 20–30% ежегодно, не считая отдельных кратковременных падений. Поэтому рыночная цена акций японских компаний в 80-е годы существенно (в 50–60 раз) превышала номинальную стоимость. Для сравнения: в США это соотношение равнялось лишь десяти.

Сложившаяся ситуация порождала определенные проблемы, в частности, ничтожность дивиденда относительно рыночной стоимости акции, размер которого устанавливается в процентах к номиналу. Например, вполне приемлемый 12%-ный дивиденд при номинальной стоимости акции в 50 иен составлял менее четверти процента от ее рыночной стоимости (2500 иен). Следствием проблемы был повышенный интерес инвесторов к спекулятивной прибыли, получаемой на курсовой разнице при слабой заинтересованности в дивидендном доходе.

Все это способствовало активному развитию торговли на Токийской фондовой бирже, которая в 1987 г. стала крупнейшей в мире по совокупной стоимости котирующихся на ней акций (около 3 трлн долл. против 2,1 трлн долл. на Нью-Йоркской фондовой бирже).

Вместе с тем следует отметить еще одну особенность японского акционерного капитала. В отличие от США, где с целью получения дивидендного дохода половиной совокупного количества акций владеют физические лица, в Японии взаимными держателями подавляющей доли выпущенных акций выступают сами корпорации. Главными целями при этом являются: установление хороших отношений корпораций и их акционеров, а также получение обоюдных привилегий. Просматривается также цель сдерживания проникновения иностранных инвесторов на японский рынок акций. Поэтому сегодня существуют стремления к сохранению имеющихся во владении акций. Характери-

стика структуры акционерного капитала в Японии представлена в табл. 13.1.

Таблица 13.1

Структура акционерного капитала в Японии, %

Виды держателей акций	1950 г.	1970 г.	1993 г.
Кредитно-финансовые учреждения	12,6	30,9	43,8
Нефинансовые* корпорации	11,0	23,7	23,9
Брокерско-дилерские фирмы	11,9	1,2	1,3
Японские граждане	61,3	39,9	23,7
Иностранные инвесторы	—	3,9	6,7
Прочие	3,2	0,4	0,6

Современные японские акции, как правило, имеют номинал, равный 50 иенам. Подавляющую часть составляют обыкновенные именные акции. Доля привилегированных акций невелика. Акции, имеющие листинг на биржах, выпускаются только именными.

Объем эмиссии акций японских корпораций достиг своего апогея (более 8,5 млрд иен) в 1989 г. Затем в результате кризиса фондового рынка 1990—1992 гг. размеры эмиссии этих ценных бумаг резко (в 22 раза) сократились. Доля эмиссии акций в финансировании экономики страны в 1995 г. составляла менее 1%. Более чем в два раза снизилась стоимость акций, котирующихся на Токийской фондовой бирже, а размеры годового оборота уменьшились в пять раз.

Рынок облигаций в Японии в основном представлен государственными облигациями (40%), банковскими облигациями (27%), корпоративными облигациями (13%), облигациями государственных учреждений (11%) и муниципальными облигациями (7%).

Государственные ценные бумаги. Выпуск государственных облигаций после войны начал осуществляться лишь с 1965 г. Первым был выпущен незначительный по объему эмиссии целевой Строительный заем, предназначенный для финансирования строительства дорог, мостов и т. д. Организацию размещения этих облигаций осуществлял так называемый синдикат подписчиков, в состав которого входили банки, компании по операциям с ценными бумагами, страховые компании и другие институты. Доходность, ликвидность и привлекательность этих бумаг были невысокими, а банкам в

то время, как уже отмечалось, была запрещена перепродажа облигаций государственных займов.

В 1975 г. правительству Японии было разрешено выпускать облигации и для финансирования дефицита государственного бюджета. До начала 80-х годов объем эмиссии этих ценных бумаг непрерывно и быстро возрастал.

К 1977 г. рынок государственных облигаций занял доминирующее положение на рынке ценных бумаг Японии (до 95% операций). С 1985 г. стал функционировать рынок форвардных сделок с государственными облигациями.

Успешное решение проблемы дефицита государственного бюджета к 1987 г. стало причиной заметного сокращения объемов эмиссии новых государственных займов, спрос на эти ценные бумаги превысил их предложение. У синдиката подписчиков появился еще один конкурент — система почтово-сберегательных касс, которой в 1988 г. была также разрешена перепродажа облигаций государственных займов. Объемы эмиссии, первичного размещения и вторичного оборота государственных облигаций представлены в табл. 13.2.

Таблица 13.2

**Динамика развития государственных облигаций Японии
в 70—80 годы, в трлн иен.¹**

Годы	Объемы эмиссии		Объемы первичного размещения		Масштабы вторичного оборота
	Всего	В том числе новых займов	Всего	В том числе открытая	
1975	5,8	5,8	4,5	—	—
1978	11,4	10,7	10,5	1,0	68,3
1980	14,6	14,2	10,3	1,7	162,8
1985	23,0	12,9	15,1	4,2	2401,9
1988	23,4	—	17,9	7,0	8900,0

В настоящее время независимо от наименования (строительные, дефицитные и др.) все японские государственные облигации имеют одинаковый ранг. Если раньше в стране традиционно выпускались лишь облигации со сроком погашения 10 лет, то сегодня временной диапазон обращения государственных ценных бумаг существенно

¹Японская экономика в преддверии XXI века. — М.: Наука, 1991. — С. 300.

расширен: от нескольких месяцев до 2, 5, 10 и 20 лет. Однако на долгосрочные облигации приходится три четверти всего рынка. В Японии существуют именные (97%) и предъявительские государственные облигации, а также свободная и простая процедура их взаимной конвертируемости. Если раньше доходы по государственным облигациям выплачивались путем единовременного погашения, то в настоящее время проценты выплачиваются преимущественно дважды в год. Существуют также облигации с нулевым купоном, т. е. дисконтные бумаги, выпускаемые на пятилетний период.

Помимо среднесрочных (2 и 5 лет), долгосрочных (5—10 лет) и сверхдолгосрочных (20 лет) государственных облигаций, Министерство финансов Японии производит эмиссию краткосрочных казначейских векселей (3 и 6 месяцев), а также двухмесячных финансовых векселей, предназначенных для оперативного покрытия временного дефицита государственных ресурсов. Сегодня рынок государственных облигаций занимает 40% совокупного объема рынка облигаций Японии (государственных, банковских, корпоративных, государственных учреждений и муниципальных).

Эмиссия среднесрочных и долгосрочных облигаций происходит ежемесячно. Первичное размещение двухлетних облигаций осуществляется в аукционной форме, пятилетних — путем подписки участников консорциума андеррайтеров, включающего более 800 разнообразных финансовых учреждений. Вторичный оборот этих бумаг развит довольно слабо. При первичном размещении долгосрочных облигаций на определенную часть (40%) каждой эмиссии подписывается консорциум андеррайтеров. Другая часть продается посредством аукциона для широкой публики. Средняя взвешенная аукционная цена служит при этом основой определения цены выкупа части эмиссии андеррайтерами. Размещение сверхдолгосрочных облигаций происходит на аукционной основе раз в три месяца.

Государственные облигации выпускаются в бездокументарной форме, а ведение реестра их держателей осуществляет Банк Японии. Расчеты по счетам депо проводят клиринговые банки. Долгосрочные и сверхдолгосрочные облигации котируются на Токийской фондовой бирже, однако в целом (95% стоимостного оборота) вторичный рынок государственных облигаций является внебиржевым.

Купонный доход, приносимый государственными облигациями, облагается 20%-ным налогом, от которого освобождены отдельные институциональные категории инвесторов.

Рынок корпоративных облигаций в Японии традиционно был развит значительно слабее государственного сектора. Однако сегодня прослеживается тенденция роста размеров эмиссии этих ценных бумаг, особенно конвертируемых и купонных облигаций. После снятия в конце 80-х годов некоторых законодательных запретов расширяются масштабы форвардных сделок с частными облигациями, а также развивается деятельность в обслуживающих их институтов. Кроме того, с 1979 г. в Японии начал функционировать рынок депозитных сертификатов.

Разновидностями японских корпоративных облигаций являются облигации банков, производственных предприятий, государственных учреждений, муниципальные облигации и др.

Облигации банков выпускаются ежемесячно для привлечения ресурсов крупными банками, осуществляющими долгосрочное кредитование различных сфер экономики. Размеры процентной доходности, устанавливаемые по этим облигациям, подлежат согласованию с Министерством финансов.

Облигации производственных предприятий могут выпускаться только при участии доверительных банков. В стране существуют достаточно жесткие правила эмиссии этих ценных бумаг, в частности, предъявляются высокие требования к состоянию баланса эмитента.

Облигации государственных учреждений выпускаются ограниченным числом (менее 40) государственных агентств или корпораций. Примером может служить Японская финансовая корпорация, привлекающая таким образом ресурсы для нужд местных органов власти, которые не в состоянии сами изыскать их. Такие облигации гарантируются правительством страны, выпускаются на 10-летний период, а Министерство финансов осуществляет регулирование размеров их эмиссий и содействует размещению на рынке.

Эмиссия муниципальных облигаций осуществляется префектурами, городами и муниципалитетами для финансирования конкретных инвестиционных проектов также на 10 лет. Процентная доходность этих бумаг выше, чем по государственным облигациям при прочих равных условиях. Их размещение происходит путем открытой или закрытой подписки. Современную структуру японского рынка облигаций характеризуют пропорции, отраженные на рис. 13.1.

Виды облигаций:

- I. Государственные
- II. Банковские
- III. Производственных предприятий
- IV. Государственных учреждений
- V. Муниципальные
- VI. Другие

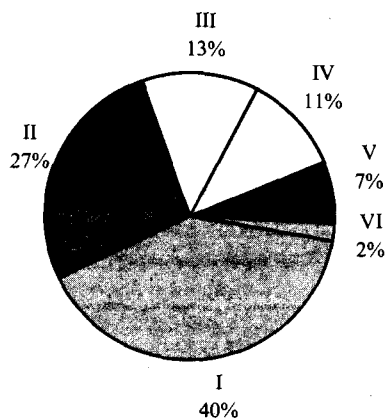


Рис. 13.1. Структура облигационного рынка Японии в середине 90-х годов, % в совокупном объеме облигационной задолженности¹.

К другим видам корпоративных облигаций относятся так называемые евроиеновые облигации, а также облигации, имеющие названия «Самураи» и «Даймио». Первые номинируются в иенах, выпускаются за пределами Японии и предназначены главным образом для иностранных инвесторов. Вторые выпускаются в стране иностранными эмитентами, а последние — также в стране международными корпорациями. Проценты по всем этим бумагам выплачиваются раз в год, а расчеты производятся посредством депозитно-клиринговых систем Евроклир или Седел.

Производные ценные бумаги представлены в Японии фьючерсами и опционами. На Токийской фондовой бирже ведется торговля фьючерсами на долгосрочные облигации и опционами — на фьючерсы. На Токийской международной бирже финансовых фьючерсов ведется торговля трехмесячными процентными фьючерсами, основанными на ставке TIBOR (Токийская межбанковская ставка).

¹ См.: Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. — М.: ИНФРА-М., 1996. — С. 181.

Опционные контракты на акции котируются на Осацкой фондовой бирже. На двух биржах ведется торговля фьючерсами и опционами на фондовые индексы: на ТФБ — на биржевой индекс TOPIX и на Осацкой — на индекс NIKKEI.

В целом по сравнению с некоторыми другими странами биржевая торговля производными финансовыми инструментами в Японии развита слабо.

13.2. Регулирование фондового рынка

Нормативной базой для японского фондового рынка является ряд законов, принятых как в послевоенный период, так и в последние годы, а также Торговый кодекс, один из разделов которого посвящен исключительно ценным бумагам. Одним из первых таких актов стал Закон «Об иностранных инвестициях» 1950 г. С принятием этого закона активизировался биржевой оборот как акций национальных компаний, так и акций компаний с участием иностранного капитала. Кроме того, Министерство финансов Японии в соответствии с Законом «О валютном и внешнеторговом контроле» от 1949 г. приступило к выдаче разрешений на ввоз и вывоз из страны фондовых ценных бумаг, а также к решению вопросов об иностранных инвестициях. Закон «О реформе финансовой системы» от 1993 г. упразднил часть существовавших разграничений деятельности банков и брокерско-дилерских фирм, что также активизировало фондовый рынок.

После введения этого Закона японским банкам было разрешено осуществлять андеррайты твердопроцентных ценных бумаг. Одновременно брокерско-дилерским фирмам был открыт доступ к проведению доверительных банковских операций.

В 1994 г. Министерство финансов разрешило городским банкам учреждать дочерние компании по торговле ценными бумагами (без права совершать сделки с акциями и производными от них ценными бумагами).

Контроль за фондовым рынком осуществляется Министерством финансов, а также рядом саморегулируемых организаций.

При Министерстве финансов действует совещательный орган — Совет по ценным бумагам и биржам. Совет состоит из 20 специалистов, связанных с финансовым рынком, которые назначаются Министерством на два года. В функции Совета вхо-

дит подготовка рекомендаций для Министерства финансов по совершенствованию законодательства по ценным бумагам.

После кризиса на фондовом рынке Японии 1990–1991 г. была создана Комиссия по ценным бумагам и биржам, в функции которой входят наблюдение и контроль за состоянием дел непосредственно на рынке. Комиссия является учреждением Министерства финансов, которое по-прежнему выполняет надзорные функции. Таким образом, сейчас в Японии Министерство финансов регулирует участников рынка, а Комиссия — сам рынок.

13.3. Деятельность фондовых бирж

Первая японская фондовая биржа была основана в Токио в 1878 г. в качестве коммерческой организации. В 1943 г. Токийская фондовая биржа была закрыта, а затем в 1949 г. вновь воссоздана как акционерный некоммерческий институт. Сегодня в Японии насчитывается восемь фондовых бирж, расположенных в городах: Токио, Осака, Саппоро, Нагойя, Киото, Хиросима, Фукуока, Ниигата. Объемы оборота Токийской и Осацкой бирж составляют соответственно 80 и 15% совокупного биржевого оборота страны.

Японские банки в настоящее время активно участвуют в операциях на иностранных фондовых биржах, а крупные банки стран Западной Европы и США осуществляют инвестиции в экономику Японии, активизируя деятельность японских фондовых бирж.

Организационные основы деятельности японских фондовых бирж во многом схожи с основами деятельности бирж в других развитых странах. Фондовые биржи здесь являются акционерными. Они одновременно выполняют функции торговых площадок и расчетно-клиринговых центров, тесно сотрудничая с Японским депозитарным центром.

Членами фондовой биржи выступают только брокерско-дилерские фирмы, уполномоченные Министерством финансов Японии на проведение соответствующих операций. Они могут покупать и продавать ценные бумаги как от имени и за счет клиентов, так и за свой счет и в свою пользу.

Крупнейшей биржей страны является *Токийская фондовая биржа*, основанная в 1878 г. До 1943 г. правила биржевой торговли в Японии были одинаковыми и для фондовых, и для товарных бирж, а ТФБ была коммерческой организацией. После

повторного открытия в 1949 г. биржа начала свою деятельность на новой основе.

Членами биржи являются только юридические лица — брокерско-дилерские фирмы (инвестиционные институты). Среди них 123 регулярных члена и 1 — сайтори, представленные на бирже своими сотрудниками. Регулярные члены совершают брокерско-дилерские операции, сайтори выполняет посреднические операции между регулярными членами.

С 1986 г. участниками Токийской фондовой биржи могут быть и иностранные инвестиционные институты, соблюдающие требования Министерства финансов, например, в части установленного минимального размера капитала, ежегодной величины чистого дохода и др. Сегодня ими являются такие всемирно известные организации, как «Дойче банк», «Мерилл Линч», «Морган Стенли» и т. д.

Допуск акций национальных компаний к котировке на ТФБ предполагает выполнение ими ряда условий, в частности по размеру акционерного капитала (не менее 1 млрд иен), по размеру прибыли до налогообложения за последний год (не менее 400 млн. иен), по безубыточности деятельности за последние пять лет и др.

В обороте Токийской фондовой биржи с разрешения Министерства финансов с 1973 г. появились первые акции иностранных компаний, т. е. этот рынок стал интернациональным. Требования к котировке акций иностранных компаний более жесткие, нежели для национальных. В конце 90-х годов на ТФБ котировалось около 2000 акций регулярных эмитентов. В ее обороте преобладают акции частных компаний при небольшой доле долговых обязательств с фиксированным доходом. Основу биржевого оборота составляют кассовые сделки. Срочные сделки, имея тенденцию к расширению, занимают существенно меньший объем. Главным методом торговли является открытый двойной аукцион, аналогичный проводимому на Нью-Йоркской фондовой бирже.

Торговля ведется крупными лотами, как правило, в 1 тыс. акций стоимостью 50 тыс. иен, поскольку большинство японских акций имеют номинал 50 иен. Лишь отдельные акции имеют другие номиналы, например, 20 и 500 иен. Заявки, поступающие на биржу от брокерско-дилерских фирм, передаются по телефону или посредством компьютерных телекоммуникационных сетей, расширяется и система автоматизированного совершения сделок.

На Токийской фондовой бирже выделяются две секции основного рынка: первая осуществляет котировку акций крупнейших корпораций — их примерно 1200, на второй котируются акции около 600 менее известных компаний. Кроме того, для акций, не котирующихся на основном рынке, на бирже существуют специальные альтернативные рынки.

На главной бирже Японии, в отличие от многих других, все еще используются фиксированные размеры комиссионного вознаграждения. Они дифференцированы в зависимости от сумм сделок на несколько градаций — от 0,075 до 1,15%. Для сделок на сумму более 1 млрд иен размеры комиссии не фиксируются.

Конъюнктуру японского фондового рынка отражают два главных национальных биржевых индекса: NIKKEI и TOPIX. NIKKEI рассчитывается с 1950 г. как среднеарифметическая величина стоимости 225 акций, котирующихся на первой секции Токийской фондовой биржи (аналог ведущего индекса США Доу-Джонса), TOPIX рассчитывается с 1968 г. и представляет собой среднеарифметическую стоимость всех акций первой секции Токийской фондовой биржи, взвешенную с учетом их количества.

Глава 14. История становления рынка ценных бумаг России

14.1. Российская империя

Возникновение российского рынка ценных бумаг исторически восходит к эпохе правления Екатерины II, когда в 1769 г. Россией был размещен в Голландии (Амстердам) первый государственный внешний заем. В дальнейшем государство продолжало регулярно покрывать свои потребности в финансовых ресурсах за счет размещения крупных займов на зарубежных рынках.

Государственные ценные бумаги на внутреннем рынке появились при правлении Александра I в связи с известным высочайшим указом от 25 марта 1809 г., определившим основные правила и условия их выпуска и обращения. Первые российские внутренние займы приносили доход в размере 6% годовых с дополнительным премиальным 1% (грация), которые выплачивались ежегодно. Их доходность была выше, нежели предоставляемая государственными кредитными конторами, поскольку последние в силу традиций и ряда других факторов пользовались повышенным доверием широкой публики. Кроме того, государственные облигации принимались в качестве залогов, откупов, казенных сборов и пошлин, что также способствовало повышению их привлекательности. Государство стало регулярно использовать этот канал привлечения финансовых ресурсов в казну, однако покрытие дефицита бюджета за счет него не превышало 10% вплоть до середины XIX в. Основная доля поступлений в казну шла за счет внешних займов. Но с этого времени российские государственные облигации начали активно обращаться на биржевом и внебиржевом рынках страны.

В течение XIX — начале XX вв. российский державный бюджет отличался хроническим дефицитом, поэтому государство систематически осуществляло эмиссии облигаций. Традиционно они выпускались в разных вариантах — именные и предъявительские, купонные и бескупонные и др. Именные облига-

ции могли конвертироваться в предъявительские и наоборот при участии Государственной комиссии погашения долгов. Государство стимулировало развитие рынка именных облигаций, поэтому конверсия предъявительских бумаг была бесплатной для их владельцев, а обратная процедура требовала от них определенных расходов.

По периоду обращения облигаций государственные займы Российской империи делились на краткосрочные, среднесрочные, долгосрочные и бессрочные. Продолжительность обращения краткосрочных бумаг составляла от 3 до 12 месяцев, а их номинал не превышал 500 руб. Эмитентом выступало Министерство финансов, объем непогашенной задолженности, который по этим займам первоначально был ограничен суммой 50 млн руб., в начале XX в. был существенно расширен. Краткосрочные облигации продавались с дисконтом к номиналу, а погашались Государственным банком по нарицательной стоимости, что позволяло владельцам получать установленный доход.

К среднесрочным бумагам относились выпускавшиеся Государственным казначейством билеты, период обращения которых составлял 4 и 8 лет соответственно для разных серий, а номинал устанавливался в размере 50 руб. Первые выпуски этих бумаг приносили доход в размере 3% годовых, а доходность последующих серий достигала 4%. Они имели льготы по налогообложению дохода, а также принимались Государственным банком и казначейством во все виды платежей по номинальной стоимости. Билеты Государственного казначейства сохраняли свою платежеспособность на протяжении еще 10 лет после завершения установленного при эмиссии срока обращения и по существу выполняли функции процентных денег.

Долгосрочные облигации в России выпускались на период 50–80 лет и более и вместе с бессрочными займами занимали доминирующее положение в структуре государственного долга. Бессрочные займы приносили владельцам облигаций непрерывный доход, т. е. ренту, однако правительство в соответствии с законом имело право погашать их по номинальной стоимости. Такая процедура могла проходить тиражами с обязательным предъявлением бумаг к погашению или путем их свободной скупки на бирже. Последний вариант объясняет очень долгое нахождение в обращении отдельных выпусков российских бессрочных бумаг, эмитированных еще в начале XIX в.

Завершая характеристику государственных ценных бумаг Российской империи, следует упомянуть и так называемые га-

рантированные бумаги. К ним относились, как правило, акции и облигации российских железнодорожных компаний, имевшие срочные или бессрочные правительственные гарантии. Наличие таких гарантий обеспечивало держателям бумаг безусловное получение в срок установленных процентов и минимальных дивидендов, несмотря на проблемы, возникавшие у эмитентов. Такая практика позволяла стимулировать привлечение капитала, особенно иностранного, в частный сектор экономики страны.

Появление на российском рынке *акций и частных облигаций* в период правления Николая I связано с принятием в 1836 г. Закона о промышленных обществах. Объем оборота новых видов ценных бумаг долгое время оставался незначительным по сравнению с государственными облигациями, а также по отношению к развитым зарубежным рынкам. Это было связано с традиционным относительно слабым развитием частного предпринимательства в стране. В начале XX в. в России насчитывалось немногим более 1,5 тыс. акционерных компаний, что, безусловно, было недостаточным для огромной державы. В основном на рынке котировались акции железных дорог, коммерческих и земельных банков, а также нефтяных, металлургических и страховых компаний.

Согласно действовавшему общему законодательству, акции являлись именованными ценными бумагами. Тем не менее в соответствии с уставами акционерных компаний, положения которых имели приоритет над общим законодательством, зачастую осуществлялась эмиссия предъявительских акций. Поэтому они доминировали в обороте данного сегмента рынка.

И наконец, в третьей четверти XIX в., в период правления Александра II, на российском рынке появились *долговые ценные бумаги городов*, т. е. местных органов власти. Их привлекательность существенно уступала государственным облигациям, несмотря на повышенную доходность. Они имели хождение, как правило, только в тех регионах, где были выпущены, а также обладали довольно длительными сроками обращения — до 50 лет и более. Из-за ограниченности региональных ресурсов значительная их часть размещалась за границей. Российские местные ценные бумаги долгое время были редким явлением как на внутреннем, так и на зарубежных рынках, и лишь в начале XX в. этот рынок немного оживился. В данный период более 60 городов России выпускали местные займы, однако подавляющая часть их эмиссии все же была сосредоточена в

нескольких крупных центрах, в частности в Санкт-Петербурге и Москве.

Торговля ценными бумагами в Российской империи проводилась главным образом *фондовыми отделами товарных бирж и Государственным банком при посредничестве коммерческих банков*. Операции с ценными бумагами первых выпусков государственных займов начали проводиться С.-Петербургской товарной биржей, а затем и Московской. Ими были разработаны и использованы на практике первые правила осуществления фондовых операций, которые в последующем были усовершенствованы и распространены на других участников биржевого рынка. Позже к торговле ценными бумагами приобщились и региональные биржи, крупнейшими из которых были Варшавская, Киевская, Одесская, Рижская, Харьковская и др.

Биржевая публика, посещавшая фондовые отделы, делилась на ряд категорий: действительные члены, постоянные посетители, представители Министерства финансов и гости. Первыми являлись агенты банковских учреждений и отдельные лица, обладавшие промысловыми свидетельствами первого разряда на проведение банковских операций. Они без посредничества фондовых маклеров могли заключать биржевые сделки, используя своих уполномоченных и подручных. Вторыми были лица, обладавшие промысловыми свидетельствами первой купеческой гильдии и наделенные правом заключения сделок только при посредничестве биржевых маклеров¹.

Представители Министерства финансов осуществляли установленные законом надзорные функции за биржевой деятельностью и проводили сделки с ценными бумагами и валютой от имени и за счет Государственного банка и Казначейства. Гости при наличии рекомендаций действительных членов допускались на биржу без права заключения сделок. Прочая публика, как правило, мелкие инвесторы, не имея доступа на биржу, могла осуществлять фондовые сделки через посредников, открывая специальные счета в банках для оплаты необходимых расходов и зачисления полученных доходов.

¹ См.: *Рынок ценных бумаг* / Под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова - М.: Финансы и статистика, 1998

Руководство деятельностью фондовых отделов товарных бирж осуществлялось советами, избираемыми на общих собраниях действительных членов, персональный состав которых подлежал утверждению Министерством финансов. Круг функций, выполняемых советами, включал: разработку и утверждение правил фондовых сделок; принятие решений о допуске ценных бумаг к котировке; установление размеров вознаграждений маклеров; урегулирование споров по сделкам; определение порядка проведения общих собраний и др.

Маклеры, назначаемые на должность Министерством финансов по представлению советов фондовых отделов бирж, выполняли исключительно посреднические функции, т. е. не имели права совершать операции от своего имени и за свой счет. Их вознаграждение по основным видам ценных бумаг составляло 0,1% от суммы сделки с каждого ее участника.

Информация по совершенным сделкам обобщалась котировальной комиссией для составления сводных бюллетеней котировок ценных бумаг, которые публиковались в таких известных в то время изданиях, как «Биржевые ведомости» и «Торгово-промышленная газета», а также представлялись в Министерство финансов.

Начало Первой мировой войны ввергло фондовый рынок Российской империи, как и многие другие европейские рынки, в глубокий кризис. К середине 1915 г. на нем наметилась тенденция оживления деятельности, однако политическая нестабильность в стране не позволила фондовому рынку полностью восстановиться.

14.2. Временное правительство

После февральских событий 1917 г. экономическое положение страны стало серьезно ухудшаться. Рост военных расходов, высокие темпы инфляции и огромный государственный долг, доставшийся от прежнего режима, вынудили Временное правительство срочно изыскивать возможности привлечения финансовых ресурсов. Из двух главных источников — получения новых кредитов у военных союзников и осуществления внутренних займов — ставка была сделана главным образом на второй. С этой целью были подтверждены все прежние государственные долговые обязательства, существенно упрощен поряд-

док акционирования, а также либерализирован допуск иностранного капитала на российский фондовый рынок, что вскоре позволило его относительно стабилизировать.

Крупнейшие банки страны подписали соглашение с Министерством финансов о размещении так называемого Займа свободы 1917 г. — первой эмиссии долгосрочных облигаций Временного правительства. Вследствие высокой инфляции в стране результативность его размещения оказалась чрезвычайно низкой. Поэтому одновременно с этим были предприняты попытки выпуска еще двух займов — выигрышного и железнодорожного, но они также не имели успеха.

Еще одной неудачной и последней попыткой Временного правительства стал проект принудительного «Российского государственного 5,5% военного ликвидационного займа 1917 г.»¹. Срок его обращения по проекту составлял 20 лет, а объем — 10 млрд руб. Заем был предназначен для подписки среди строго определенных категорий физических и юридических лиц — в большей части представителей крупного капитала. Облигации могли приниматься в залог, доходы по ним освобождались от налога и предполагалось их свободное обращение на внутреннем рынке. Однако правительство не решилось на реализацию займа, поскольку из-за эскалации военных действий и крупных неудач на фронте его успех стал нереальным. Этот опыт представляет интерес и сегодня ввиду определенной аналогии экономической ситуации в стране. К началу XX в. российский рынок ценных бумаг окончательно сформировался как структурно, так и функционально, достигнув апогея в 1914 г. Однако по степени развития в силу объективных причин он в целом отставал от западных соседей, особенно Германии, Франции, Англии и США, а к концу 1917 г. практически прекратил свое существование.

14.3. Новая экономическая политика

После очередной смены политической власти в стране Декретом ВЦИК в январе 1918 г. были аннулированы все внешние и внутренние долги и гарантийные обязательства царского и временного правительств. Ликвидация российского рынка обли-

¹ См. *Потемкин А П* Государственные займы в период Временного правительства в 1917 г. // *Финансы*, 1997. — № 1 — С 56

гаций и акций была окончательно завершена в сентябре 1920 г. соответствующим Декретом СНК.

Возрождение рынка ценных бумаг в стране началось с переходом к нэпу. *Государственные заимствования* на внутреннем рынке возобновились в 1922—1923 гг., когда была проведена не имевшая ранее аналогов эмиссия облигаций первого и второго так называемых хлебных займов, а также сахарного займа. Они носили краткосрочный (сезонный) характер — срок обращения каждого не превышал года. Бумаги номинировались соответственно в пудах ржи и сахара, приобретались за деньги, а погашались либо натурой, либо деньгами по усмотрению держателей. Максимальный номинал хлебных облигаций, например, составлял 100 и 10 пудов ржи соответственно для первого и второго займов. Облигации хлебных и сахарного займов принимались в уплату существовавшего тогда натурального налога и были привлекательными для граждан, особенно занятых в сельском хозяйстве. Натуральные займы имели очевидный успех, благодаря им в стране появился вторичный рынок облигаций. Позже предпринимались попытки эмиссии краткосрочных денежных займов, но из-за отсутствия должного опыта их выпуск оказался нерентабельным для государства.

Эти же годы ознаменовались первым в СССР выпуском долгосрочного займа, именовавшегося в обиходе золотым займом 1922 г.¹ Период его обращения превышал 11 лет, а продажа облигаций, выплата доходов, в том числе выигрышей, осуществлялись в рублях по курсу, привязанному к золоту. Заем отличался широким спектром преимуществ для владельцев, в частности освобождением доходов от налогов, ежегодными тиражами выигрышей, возможностью залога облигаций и др. Однако и он успеха не имел. Это послужило вынужденной причиной организации его принудительного размещения, что стало затем широко практиковаться. Принудительно размещались: второй государственный выигрышный заем 1924 г.; ряд специальных займов для аккумуляции временно свободных денежных ресурсов государственных предприятий и учреждений; займы индустриализации, укрепления крестьянского хозяйства, предназначенные для государственных служащих и рабочих, и др. Однако в период с 1922 по 1926 гг. выпускались и добровольные долгосрочные и

¹ Официальное название — Государственный внутренний долгосрочный 6%-ный с выигрышами заем 1922 г. См.: *Шабалин А.О.* Особенности фондового рынка России в период нэпа // *Финансы*, 1997. — № 3. — С. 59.

среднесрочные займы, например крестьянские. Они были вполне привлекательными для вкладчиков, но не достаточно эффективными для государства, поэтому со временем их выпуск был прекращен.

В 1924—1925 г. предпринимались меры для преодоления синдрома принудительных займов. Наркомат финансов практиковал фондовые интервенции, т. е. активно скупал государственные ценные бумаги, что способствовало значительному оживлению этого рынка.

Купля-продажа государственных ценных бумаг изначально проводилась Госбанком, специальными банками и сберегательными кассами, а в результате реорганизации в 1927—1928 г. первичного и вторичного рынков единственным посредником между государством и населением стал институт сберкасс. Все расходы по обслуживанию государственных займов финансировались за счет бюджета страны.

Рынок частных ценных бумаг в СССР возник с утверждением СТО¹ в марте 1922 г. Положения о Комиссии для рассмотрения предложений об образовании смешанных обществ. Она определяла порядок создания и функционирования акционерных обществ с долевым государственным и иностранным участием. Суммарный капитал таких учреждений, в том числе банков, превышал к 1925 г. 300 млн. руб. Имеющихся ресурсов было достаточно для активизации фондовой торговли, но этот рынок не получил все же значительного развития. Причины крылись в доминировании государства в структуре акционерных капиталов и отсутствии его стремления к существенному расширению круга акционеров, что выражалось в запретах частных эмиссий.

Биржевая торговля в стране возобновилась в начале 1923 г., когда был открыт фондовый отдел Московской товарной биржи. Затем аналогичные учреждения стали функционировать в Ленинграде, Харькове, Киеве, Владивостоке и других центрах. Их организационные основы во многом совпадали с устоями царской биржи, поскольку вся деятельность фондовых отделов еще более жестко контролировалась и регламентировалась государством.

Определенное время в структуре биржевого оборота преобладали валютные операции, однако вскоре сделки с ценными бумагами стали доминировать на вторичном рынке, а основная их масса производилась с государственными облигациями и непрерывно возрастала. Если в 1923—1924 г. среднемесячный объ-

¹ СТО — Совет труда и обороны

ем сделок с государственными облигациями был около 3 млн руб., то в 1925—1926 гг. он превышал 16 млн руб.¹

Главными участниками биржевой торговли выступали кредитные учреждения (более 60% оборота), а также государственные предприятия и хозяйственные органы (около 30%). Операции физических лиц занимали 9% оборота, а остальное приходилось на акционерные, кооперативные и общественные организации. Итак, во всех аспектах биржевой деятельности в СССР преобладало государство.

Внебиржевой вторичный рынок ценных бумаг в начальный период нэпа, напротив, являлся прерогативой физических лиц, в буквальном смысле был уличным и стихийным. Однако утверждение Наркоматом финансов Положения о московской вечерней валютно-фондовой бирже в 1923 г. положило начало упорядочению его деятельности. Вечерние фондовые биржи, или «американки» в обиходе, начали функционировать при фондовых отделах некоторых крупных товарных бирж в Москве, Ленинграде и Харькове. Главными участниками «американок» стали кредитные учреждения, частные предприятия и физические лица. Доступ государственных и кооперативных учреждений к ним имел определенные ограничения.

Управление «американками» отличалось гораздо большей либеральностью по сравнению с фондовыми отделами бирж, под эгидой которых они функционировали. Их появление позволило упорядочить и активизировать оборот бумаг, не котирующихся на основных фондовых площадках. Прецедент создания вечерних бирж не имел аналогов в истории страны. Они стали прообразом современных альтернативных биржевых рынков.

С завершением периода нэпа деятельность всех фондовых отделов бирж была прекращена и рынок ценных бумаг СССР окончательно стал государственным.

14.4. Централизованная экономика СССР

В период с начала 30-х годов по 1957 г. правительство разместило всего 45 займов, тогда как в 20-е годы было выпущено в общей сложности 24 государственных займа. Число эмиссий относительно сократилось, однако объем заимствований несравненно возрос, что было причиной влияния ряда объективных факторов на развитие экономики страны в этот период. Объем

¹ См. *Шабалин А.О.* Указ соч. — С 63

заимствований государства в довоенное время составил около 50 млрд руб., а в течение 1941—1945 гг. — более 76 млрд руб¹.

После войны параллельно с денежной реформой была проведена конверсия займов, распространенных среди населения в период 1936—1946 гг., в облигации Государственного 2%-го займа 1948 г. Одновременно с этим проходило размещение новых займов. Всего, начиная с 1947 г., были выпущены облигации 11 займов на сумму около 26 млрд руб. (в масштабе цен после реформы 1961 г.). Облигации госзаймов не могли приносить населению ощутимых выгод, поскольку установленные размеры доходов были весьма непривлекательными. Если в 20-е годы они приносили годовой доход в 6—12%, то в последующем он составлял лишь 2—4% (для облигаций, реализуемых по номиналу). Непривлекательность облигаций зачастую компенсировалась политическим давлением в ходе их размещения. Нередко часть заработной платы трудящихся принудительно выдавалась облигациями. Это позволяло правительству осуществлять крупномасштабные заимствования среди широких слоев населения. В 50-е годы, например, число держателей гособлигаций превышало 70 млн человек.

Государство, привлекая огромные денежные ресурсы, не обеспечивало эффективности их использования и поэтому не всегда своевременно справлялось со своими обязательствами по займам. В таких случаях, исходя из мирового и отечественного опыта, обычно предпринимались конверсии одних займов в другие. В СССР в апреле 1957 г. было принято беспрецедентное решение об отсрочке на 20 лет начала погашения послевоенных займов, что существенно подорвало доверие граждан к способности правительства выполнять свои обязательства. В результате этой акции активность эмиссии государственных бумаг на длительное время была значительно снижена. Погашение «замороженных» послевоенных займов началось немного ранее объявленного срока — с 1974 г. и завершилось к концу 1991 г.

В 60-е годы было осуществлено размещение лишь одного государственного 3%-го выигрышного займа, завершившего свое обращение в начале 80-х. Практика масштабных заимствований возобновилась с выпуском в 1982 г. нового 3%-го выигрышного займа. Облигации свободно продавались и покупались государством в течение всего срока обращения, а в 1990—1991 гг. был повышен процент выплат по ним и проиндексирован (увеличен на 40%) номинал.

¹ См. Черников Г.П. Фондовая биржа международный опыт — М Международные отношения, 1991. — С 144

14.5. Преддверие рыночных реформ

В предреформенный период в СССР предпринимались многочисленные неудачные попытки эмиссии разнообразных видов *государственных облигаций*. В 1990 г. среди населения начал распространяться целевой беспроцентный заем, погашение которого планировалось через три года дефицитными в то время товарами длительного пользования, аналогично натуральным займам 20-х годов. Однако высокий уровень инфляции в стране вскоре привел к прекращению его размещения.

Кроме того, был осуществлен выпуск государственных казначейских обязательств 1990 г. сроком на 16 лет и доходностью 5%, предназначенных для населения. Вскоре в целях повышения их привлекательности срок обращения пришлось снизить вдвое, а доходность повысить в том же размере. Однако предпринятые меры лишь ненадолго оживили реализацию этих бумаг.

В это же время, на 16-летний срок была осуществлена эмиссия облигаций Государственного внутреннего 5%-го займа СССР 1990 г., предназначенного для добровольного размещения среди юридических лиц и общественных организаций, с ежегодной выплатой им купонного дохода в безналичной форме. Участь этих бумаг немногим отличалась от предыдущих выпусков.

И наконец, в середине 1991 г. было принято решение об эмиссии облигаций 8,5%-го займа Российской Федерации с организацией обращения по новой безбумажной технологии. Ему также не суждено было состояться. После распада СССР приемником союзных долгов стала Россия.

Эмиссия *частных ценных бумаг*, практически полностью отсутствовавшая в стране с начала 30-х до конца 80-х годов, стала возрождаться в виде появления суррогатов акций и негосударственных облигаций. В 1986—1987 гг. Львовское ПО «Конвейер», получившее статус государственного акционерного социалистического предприятия, первым выпустило бумаги, названные акциями, хотя они не могли в принципе изменять отношений собственности. Этому примеру, не дожидаясь появления соответствующего правового обеспечения, последовали многие другие предприятия. Мотивом послужило стремление усилить стимулирование конечных результатов труда работников, пробудив в них чувство хозяина, а также желание привлечь дополнительные ресурсы для технического переоснащения производства.

В целях упорядочения этой стихийной практики Совмин СССР в октябре 1988 г. принял постановление о выпуске предприятиями и организациями ценных бумаг, которое узаконило статус так называемых акций трудового коллектива, предназначенных для работников коллективов, и акций предприятий и организаций — для размещения среди юридических лиц. Практиковались также правительственные решения по переводу на акционерную форму собственности отдельных предприятий, например АО «КамАЗ», АО «Пермавиа» и др. Это стало очередным шагом на пути возрождения рынка реальных долевых ценных бумаг. Процесс становления акционерной формы собственности в общих чертах был завершён с принятием Совмином СССР в середине 1990 г. известного постановления об утверждении Положения об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью и Положения о ценных бумагах. Немногим более года спустя в СССР было зарегистрировано около 1,5 тыс. АО и ООО, суммарный уставный капитал которых в действовавшем масштабе цен превышал 25 млн руб.

Первые АО, образованные на основе собственности государственных предприятий и будучи обществами закрытого типа, не продавали свои акции на рынке. Открытое размещение акций стало практиковаться в конце 1990 — начале 1991 гг. в торговом-посреднической сфере, особенно с появлением многочисленных акционерных организаций, именовавшихся, не вполне справедливо, товарными биржами. Их акции пользовались спросом и быстро росли в цене. Этим же путем начали формировать свои капиталы и коммерческие банки, например «Менатеп», «Инкомбанк», «Мосбизнесбанк» и др. Открытую продажу ценных бумаг на рынке стали практиковать появившиеся инвестиционные компании, в частности ВПИК, РИНАКО, НИПЕК¹ и др.

В конце 1991 — начале 1992 гг. на фондовом рынке страны появились в обращении акции иностранных, преимущественно американских, компаний, например «Bank of America», «Boeing Comp.», «Chrysler Corp.», «Hitachi», «Xerox» и многие другие.

С развитием рынка частных ценных бумаг в стране начал возрождаться и институт *фондовой биржи*. В числе первых в ноябре 1990 г. были учреждены Московская международная фондовая биржа (ММФБ) и Московская центральная фондовая биржа (МЦФБ). В следующем году образовались Ленинградская (впоследствии С.-Петербургская), Сибирская, Бал-

¹ Соответственно: Военно-промышленная инвестиционная компания, Российская инвестиционная акционерная компания, Народная нефтяная инвестиционно-промышленная евроазиатская корпорация

тийская, Нижегородская, Российская (преобразована из фондового отдела РТСБ) и другие фондовые биржи. Их учредителями выступали крупные организации и предприятия различных сфер деятельности. Например, в число 24 участников ММФБ входили союзное и республиканское министерства финансов, ряд других министерств и ведомств, российский Сбербанк, «Мосбизнесбанк» и т. д. Учредителями МЦФБ стали 123 участника — преимущественно крупные промышленные предприятия и организации.

В связи с дефицитом ликвидных ценных бумаг на рынке главный предмет биржевых сделок определенное время составляли кредитные ресурсы, валюта, брокерские места и др. Основная масса сделок с акциями приходилась на внебиржевой оборот. Его участниками выступали многочисленные компании и фирмы, проводившие операции посредством телекоммуникационных сетей при содействии образованной в это время Ассоциации профессиональных участников рынка ценных бумаг.

В 1992 г. для усиления регулирования деятельности фондового рынка была создана Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам при Президенте РФ. В ее состав вошли представители фондовых бирж, Центрального банка, Министерства финансов, Антимонопольного комитета, Российского фонда имущества и др. Кроме того, фондовые биржи начали формировать органы своего саморегулирования, первым из которых стала Федерация фондовых бирж, призванная осуществлять информационно-консультативное обеспечение участников и координацию биржевой деятельности.

Особый этап развития отечественного фондового рынка связан с появлением на нем в октябре 1992 г. государственного приватизационного чека, называвшегося в обиходе ваучером. Он бесплатно выдавался всем совершеннолетним гражданам страны и в течение установленного времени обменивался на акции приватизированных государственных предприятий. Целью эмиссии ваучера декларировалось желание государства видеть поголовно всех граждан страны собственниками части приватизированной государственной собственности. Однако их выпуск в силу известных причин изначально имел проблематичный характер, что не позволило достичь провозглашенных целей.

Таким образом, с определенным допущением можно считать, что в начале 90-х годов после длительного перерыва в России вновь начал функционировать рынок ценных бумаг.

Глава 15. **Современные ценные бумаги Российской Федерации**

15.1. Развитие рынка государственных ценных бумаг

Период 1993—1997 гг. отличался динамичным и качественным развитием рынка **государственных ценных бумаг**. Они стали играть ведущую роль на фондовом рынке страны, так как были самыми надежными среди прочих инструментов. Кроме того, государство остро нуждалось в дополнительных ресурсах для выравнивания хронически дефицитного бюджета, а налоговую политику, проводимую им в то время, нельзя было признать эффективной. Долгосрочные займы, по известным причинам, не пользовались популярностью. Поэтому важное значение приобрела диверсификация деятельности в сфере ценных бумаг, где отношения государства и инвесторов начали складываться на добровольной основе. Эти отношения регламентировались как нормами общегражданского, так и специального законодательства страны.

Главным документом, призванным регулировать отношения государства с инвесторами, стал Закон «О государственном внутреннем долге Российской Федерации», принятый в ноябре 1992 г. Он определил понятие государственного долга, а также выделил среди прочих его форм государственные займы, осуществляемые с помощью эмиссии ценных бумаг. Контроль за состоянием государственного долга был возложен на Верховный Совет, а управление долгом и его обслуживание — соответственно на Правительство и Центральный банк РФ.

Закон закрепил в роли эмитента ценных бумаг Правительство РФ, которое наделялось полномочиями определять условия и порядок эмиссий государственных долговых обязательств, а также несло ответственность по ним. Эта ответственность не распространялась на ценные бумаги, эмитированные субъектами Федерации и местными органами власти.

Первая часть Гражданского кодекса РФ, введенная в действие в конце 1994 г., классифицируя виды ценных бумаг, первыми назвала государственные облигации, что не является случайным, учитывая развитие экономики страны в этот период. Во второй части данного документа, введенной в действие в начале 1996 г., было сформулировано понятие «договор государственного займа». В соответствии с ним устанавливалось, что госзаимы являются добровольными, а изменения их условий после выпуска в обращение не допускаются. Заемщиком может выступать Российская Федерация и ее субъекты, а правила по договору госзайма применяются и к муниципальным займам, хотя государство не отвечает по обязательствам ни субъектов РФ, ни муниципальных образований.

Большим событием для упорядочения деятельности на российском фондовом рынке, в частности на рынке государственных облигаций, следует считать появление в 1996 г. Федерального закона «О рынке ценных бумаг». Он установил, что эмитентами ценных бумаг, помимо прочих юридических лиц, выступают органы исполнительной власти и местного самоуправления. Кроме того, закон систематизировал терминологию фондового рынка, классифицировал виды ценных бумаг и профессиональной деятельности участников, регламентировал вопросы организации деятельности фондовой биржи.

Важное значение в Законе было придано информационному обеспечению рынка ценных бумаг, в частности, раскрытию информации эмитентами, ответственности за неправомерное использование служебной информации, рекламе на фондовом рынке. Кроме того, большое значение имел раздел, посвященный регулированию фондового рынка, в том числе организации деятельности Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг¹.

Следует заметить, что в соответствии с Законом полномочия комиссии не распространялись на процедуру эмиссии долговых обязательств Правительства и ценных бумаг субъектов Федерации. Была установлена также ответственность за нарушение этого и других законодательных актов Российской Федерации в отношении ценных бумаг и порядок возмещения ущерба.

В этом же году Указом Президента была утверждена Концепция развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации. Она обобщила пятилетний опыт развития рынка, а также конста-

¹ До принятия закона, с ноября 1994 г., действовала Федеральная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ

тировала факт наиболее высоких темпов мобилизации финансовых ресурсов в стране за счет рынка государственных ценных бумаг. Его развитие способствовало усилению концентрации ресурсов в Москве и некоторых других крупных центрах. Основными инструментами этого рынка стали государственные ценные бумаги, предназначенные для финансирования бюджетного дефицита (ГКО, ОФЗ, ОГСЗ); реструктуризации внутреннего валютного долга (ОВВЗ); сглаживания дефицита финансовых ресурсов в обращении (КО, налоговые освобождения, векселя); аккумуляции свободных ресурсов посредством денежной приватизации (инвестиционные торги и конкурсы, залоговые аукционы и т. д.).

Динамичное развитие рынка государственных долговых инструментов, отмеченное в Концепции, позитивно влияло на бюджетный процесс, способствовало отвлечению средств инвесторов от вложений в суррогаты ценных бумаг некоторых коммерческих структур, оказало доминирующее воздействие на ценовую динамику. Однако относительно высокая доходность государственных долговых инструментов создавала проблемы привлечения средств на развитие корпоративного сектора экономики и высокой стоимости заимствований на рынке государственного долга.

Концепция определила также общую стратегию государства на рынке ценных бумаг, в частности, государства как крупнейшего заемщика. В документе отмечается, что, несмотря на приоритет Министерства финансов в части публичных заимствований на отечественном рынке за последние годы, их доля в валовом внутреннем продукте была существенно ниже, чем в развитых странах. Поэтому в перспективе государство намеревалось расширить использование фондового рынка для финансирования бюджетного дефицита, в том числе для обеспечения целевых программ и обслуживания накопленного государственного долга.

Прогнозировалось, что поступление ресурсов в недалекой перспективе приобретет плановый характер в общем контексте бюджетной политики, а стоимость заимствований на рынке государственных ценных бумаг будет целенаправленно снижаться. Изменится структура государственных ценных бумаг, и прежде всего увеличится эмиссия инструментов рынка капиталов (т. е. среднесрочных и долгосрочных облигаций), а также расширится спектр их видов (дисконтные и с купоном, купонные с фиксированной и «плавающей» ставкой и т. д.). Постепенно будет увеличиваться доступ нерезидентов на отечественный рынок

государственных ценных бумаг, усилится координация действий на нем органов федеральной и региональных властей.

Концепция, помимо прочего, предусматривала упорядочение и совершенствование средств и методов регулирования рынка государственных ценных бумаг. На основе новейших компьютерных технологий предполагалось создание государственной долговой книги, что позволило бы осуществлять прямое владение ценными бумагами всем инвесторам и не принимать на себя риски третьих лиц, связанные с хранением и обслуживанием этих инструментов. Кроме того, Правительство РФ намеревалось стимулировать максимально широкий доступ всех групп инвесторов на рынок государственных ценных бумаг, а также активно способствовать развитию расчетных, депозитарных и клиринговых систем.

Концепция развития рынка ценных бумаг стала основой начального этапа осуществления единого государственного подхода к управлению отечественным фондовым рынком, обеспечению сочетания интересов государства и всех групп инвесторов, привлечению инвестиций в промышленность, а также усилению защиты прав инвесторов.

Как отмечалось выше, государственные долгосрочные займы не имели успеха, хотя отдельные из них продолжали оставаться в обращении. Примером являются Государственные долгосрочные облигации (ГДО), выпущенные на 30 лет в 1991 г. Объем займа составлял 80 млрд неденоминированных руб. и был разбит на 16 траншей. Наричательная стоимость ГДО равнялась 100 тыс. руб., а купонный доход — 15% к номиналу, выплачивается он ежегодно. Банк России проводит еженедельную котировку ГДО.

Наиболее популярным видом государственных ценных бумаг в 90-е годы, бесспорно, считались ГКО. В 1993 г. на основании соответствующего постановления Правительства Министерством финансов и Центральным банком РФ было утверждено Положение об обслуживании и обращении выпусков Государственных краткосрочных бескупонных облигаций (ГКО). Это была первая удачная попытка выпуска облигаций в безбумажной форме, предназначенных для юридических и физических лиц.

Срок обращения разных серий ГКО составлял 3, 6 и 12 месяцев, а номинал 1 млн руб. (неденоминированных). Они выпускались в виде записей на специальных счетах депо, не имели купонов и продавались на аукционах со скидкой к номиналу, что при погашении определяло доход инвестора. За весь период

существования этого рынка в стране доходность ГКО изменялась от 30 до 200%.

Центральный банк, обслуживавший эмиссию облигаций, утвердил Временный порядок проведения операций на рынке ГКО в Москве, осуществления расчетов и учета по ним. Этим документом закреплялась двойственная правовая роль Центрального банка на рынке ГКО. С одной стороны, он выступал представителем должника, т. е. государства в лице Министерства финансов, а с другой — в качестве инвестора, т. е. кредитора государства.

Взаимоотношения Центрального банка и Министерства финансов на фондовом рынке, помимо вышеотмеченных, регулировались также договором о размещении и обслуживании выпусков ГКО. Согласно этому договору, Центральный банк был уполномочен заключать договоры с дилерами, т. е. осуществлять допуск профессиональных участников фондового рынка на рынок ГКО, поскольку его обязанностями являлись также организация и обеспечение проведения операций и расчетов по сделкам с ГКО, Центральный банк имел право заключать договоры с организациями, которым поручалось осуществление функций депозитария, расчетной и торговой систем. По результатам конкурса, проведенного им накануне размещения первого выпуска ГКО, осуществление этих функций было возложено на Московскую межбанковскую валютную биржу. При этом ММВБ не имела права выступать в качестве инвестора на рынке ГКО, т. е. совершать сделки от своего имени и за свой счет.

Примерно годом раньше в соответствии с Указом Президента РФ «О мерах по урегулированию внутреннего валютного долга бывшего СССР» было положено начало размещению облигаций Внутреннего государственного валютного займа (ВВЗ). Условия его выпуска были утверждены постановлением Правительства в начале 1993 г. В соответствии с ним Министерство финансов было уполномочено осуществлять, начиная с мая 1993 г., эмиссию облигаций ВВЗ.

Облигации номинировались в долларах США, их нарицательная стоимость равнялась 1, 10 и 100 тыс. долл. Первоначальный объем эмиссии составил около 8 млрд долл., разбитых на пять траншей со сроками погашения от 1 до 15 лет. В 1996 г. были произведены дополнительные выпуски облигаций ВВЗ: по 4 и 5 траншам — на сумму немногим более 1,5 млрд долл., по 6 и 7 — на 3,5 млрд долл. Облигации выпускались в бумажной

форме с ежегодной выплатой купонного дохода в размере 3% годовых в валюте займа.

Накануне размещения займа Центральным банком РФ был установлен Порядок осуществления на территории Российской Федерации операций с облигациями ВВЗ. Облигации ВВЗ являлись ценными бумагами на предъявителя и относились к категории валютных ценностей, поэтому был введен запрет на их вывоз за пределы Федерации.

В этот же период постановлением Правительства были утверждены Основные условия продажи золота путем выпуска Министерством финансов золотых сертификатов 1993 г. нарицательная стоимость сертификата составляла 10 кг золота самой высокой пробы. Эта ценная бумага являлась именной. Погашение сертификатов, помимо традиционных способов, могло осуществляться путем поставки самого металла. Выбор способа погашения предоставлялся держателю сертификата. Сертификат по существу представлял собой государственное долговое обязательство, обеспеченное залогом. Здесь прослеживается определенная аналогия с известными займами 20-х годов.

Высокая номинальная стоимость сертификата значительно ограничивала его обращаемость. Поэтому коммерческие банки практиковали дробление золотых сертификатов путем эмиссии производных от них ценных бумаг. Однако эти бумаги не являлись государственными и во многом теряли свою привлекательность. В связи с этим первый опыт выпуска золотых сертификатов оказался не вполне удачным — Министерству финансов удалось реализовать не более 30% их эмиссии.

В 1994 г. в соответствии с постановлением Правительства «О выпуске казначейских векселей 1994 г. Министерством финансов РФ» последнее утвердило основные условия этой эмиссии. Казначейские векселя предполагалось размещать среди юридических лиц в безбумажной форме, что в определенной степени противоречило сущности векселя как формального абстрактного обязательства и одновременно оборотной ценной бумаги. Это могло привести к возникновению ряда проблем как юридического, так и технического характера в ходе работы с векселями. Поэтому спустя почти четыре месяца было принято еще одно постановление о выпуске Государственных казначейских обязательств (КО) и утверждены основные условия их эмиссии. В первой половине 1996 г. Правительство РФ по объективным причинам решило отказаться от обращения КО, и Министерством финансов были погашены последние серии этих ценных бумаг.

В конце 1995 г. постановлением Правительства «О выпуске государственных ценных бумаг, предусматривающих право их владельца на получение слитков золота», была реализована вторая, более успешная попытка размещения облигаций золотого федерального займа.

В этом же году соответствующими нормативными документами было положено начало размещению выпусков среднесрочных облигаций Федерального займа с переменным купонным доходом (ОФЗ-ПК) и серий облигаций Государственной сберегательного займа (ОГСЗ), а в 1996 г. — среднесрочных облигаций Федерального займа с постоянным купонным доходом (ОФЗ-ПД).

Период обращения среднесрочных ОФЗ изменялся в пределах от немногим более одного года до пяти лет. Они выпускались по безбумажной технологии аналогично ГКО и имели нарицательную стоимость 1 млн неденоминированных руб. Купонный доход ОФЗ-ПК выплачивался ежеквартально и был привязан к средневзвешенной доходности ГКО за определенный период времени. Купонный доход ОФЗ-ПД имел неизменный размер за все время обращения облигаций и выплачивался ежеквартально.

Срок обращения ОГСЗ составлял один год, а размер эмиссии — 10 трлн неденоминированных руб., разбитых на 10 траншей. Наричательная стоимость облигаций равнялась 100 и 500 руб. Они выпускались в бумажной форме, являлись предъявительскими облигациями и имели четыре купона для ежеквартальных выплат дохода. Размер дохода определялся последней официальной ставкой дохода по ОФЗ-ПД с выплатой дополнительной премии от Министерства финансов РФ.

В 1996 г. в бездокументарной форме были выпущены в обращение облигации Государственного нерыночного займа. Объем эмиссии составил 15 трлн неденоминированных руб. Облигации не могли обращаться на вторичном рынке, их нарицательная стоимость составляла 1 млн руб., а доход в виде процента к номиналу, установленный Министерством финансов, выплачивался ежегодно.

Еще одним видом ценных бумаг, выпускавшихся Правительством в это время, были Государственные жилищные сертификаты. Они также не имели хождения на рынке, предназначались для граждан страны, лишившихся жилья в результате стихийных бедствий и других форс-мажорных обстоятельств, и номинировались в квадратных метрах жилой площади. Сертификаты выпускались в бумажной форме, являлись именными ценными бумагами с годовым периодом обращения.

Помимо эмиссии ценных бумаг Правительство практиковало также предоставление государственных гарантий по отдельным выпускам корпоративных облигаций. Примером могут служить облигации Российского акционерного общества «Высокоскоростные магистрали» (РАО ВСМ), крупнейшим участником которого является государство. Министерство финансов стало гарантом этих ценных бумаг, а Банк России — генеральным агентом по размещению займа. Продажа облигаций РАО ВСМ началась в начале 1996 г. на ММВБ и была первым ее опытом в части корпоративных инструментов.

На российском рынке государственных ценных бумаг начался процесс интеграции в мировую финансовую систему. Во многом этому способствовал допуск на него нерезидентов. Доля их участия на рынке ГКО — ОФЗ составляла, например, в 1997 г. около 30% совокупного оборота.

Помимо экспансии внутренних государственных займов в этот период в Российской Федерации началась эмиссия *международных ценных бумаг*. В 1996—1997 гг. Правительство разместило три выпуска еврооблигаций. Первый транш, выпущенный в ноябре 1996 г. на пять лет объемом 1 млрд долл. под 9,25% годовых, разошелся достаточно успешно, преимущественно среди инвесторов из Юго-Восточной Азии. Поскольку Министерство финансов изначально ориентировалось на американских и европейских инвесторов, второй транш, выпущенный в марте 1997 г. на семь лет объемом 2 млрд немецких марок под 9% годовых, было решено номинировать именно в марках ФРГ. По косвенным данным участников размещения, этот выпуск разошелся с трудом, и часть эмиссии осталась у андеррайтеров вследствие ряда неучтенных эмитентом особенностей рынка. Выпуск третьего транша в июне этого же года объемом 2 млрд долл. на 10 лет под 10% годовых не изменил ситуацию: 53% займа было размещено в США, 24% — в Азии и 23% — в Европе. К концу рассматриваемого периода цены на российские еврооблигации начали снижаться из-за кризисных явлений на мировых финансовых рынках.

Практика эмиссии *муниципальных ценных бумаг* в нашей стране возобновилась и наиболее динамично стала развиваться в Москве и некоторых других крупных центрах. Одним из первых документов, регулирующих этот процесс, стало вышедшее в конце 1996 г. постановление Правительства Москвы «О выпуске городских займов Москвы на 1996—1997 гг.». В соответствии с ним выделялись два типа ценных бумаг — связанные с заимствова-

ниями у населения и предназначенные для ускорения обращения банковских ресурсов. К первым относились: московские муниципальные облигации, конвертируемые в акции приватизируемых предприятий; муниципальные жилищные векселя; долговые обязательства, гарантированные Правительством Москвы. Ко вторым — муниципальные земельные векселя и муниципальные облигации с земельным купоном.

В конце 1997 г. был принят Федеральный закон «О финансовых основах местного самоуправления в РФ», в котором определялось, что муниципальными называются облигации, жилищные сертификаты и другие ценные бумаги, выпускаемые органами местного самоуправления. Граждане и юридические лица, приобретая их, заключают договор муниципального займа. Назначением выпуска этих ценных бумаг является реализация программ и проектов развития так называемых муниципальных образований. Выпуск муниципальных облигаций обеспечивается имуществом и другими ресурсами местных бюджетов. Закон установил, что размер привлечения средств органами местного самоуправления не должен превышать 15% объема расходной части соответствующего бюджета.

Вскоре практика эмиссии местных ценных бумаг распространилась на регионы. В числе крупных эмитентов подобных фондовых инструментов можно назвать Челябинск и Челябинскую область. Администрацией Челябинска в соответствии с положением «Об обслуживании и обращении выпусков муниципальных инвестиционных облигаций» (МИО), принятым в апреле 1997 г., была предпринята успешная попытка размещения бескупонных облигаций номинальной стоимостью 1 млн неденоминированных рублей общим объемом 50 млрд руб. Эмиссия осуществлялась отдельными сериями со сроком обращения шесть месяцев для неограниченного круга инвесторов. МИО выпускались в бездокументарной форме и являлись именными ценными бумагами. Средства, вырученные от их реализации, направлялись на финансирование городских инвестиционных программ. Выполнение обязательств по займу гарантировалось решением Челябинской городской Думы. МИО котировались на Южно-Уральской фондовой бирже. Срок их обращения завершился в декабре 1997 г.

Администрация Челябинской области в 1995 г. осуществила эмиссию областных краткосрочных бескупонных облигаций (ОКО) номинальной стоимостью 100 тыс. неденоминированных рублей на общую сумму 50 млрд руб. Первый выпуск имел успех

и в дальнейшем эмиссия ОКО приобрела регулярный характер, а общая сумма заимствований последующих выпусков возросла в два раза. Срок обращения облигаций составлял шесть месяцев. Они выпускались в бездокументарной форме, являлись именными ценными бумагами и были предназначены для неограниченного круга инвесторов. Решения об их выпусках принимались Челябинской областной Думой. Срок окончания размещения ОКО завершился в июне 1998 г.

Еще одним направлением развития отечественного рынка субфедеральных ценных бумаг была эмиссия еврооблигаций в регионах. Положительный опыт таких эмиссий имели Москва, С.-Петербург, Нижегородская область. Челябинская и некоторые другие области (например, Екатеринбургская, Пермская) предполагали осуществить такие эмиссии. Их проекты были одобрены Министерством финансов, однако ухудшение экономической ситуации в стране не позволило их реализовать.

Администрация Челябинской области для получения необходимого в этом случае кредитного рейтинга подготовила соответствующую документацию для представления в международные рейтинговые агентства «Standard and Poog's» и «Moody's». Екатеринбургская область получила от этих организаций рейтинг, соответствовавший существовавшему в то время общероссийскому — «BB».

Объем выпуска еврооблигаций Челябинской области, номинированных в долларах США, предполагалось осуществить в размере 300 млн. долл. Срок их обращения должен был составить пять лет, а купонный доход, выплачиваемый раз в полгода, — около 10% годовых в той же валюте. Главным менеджером проекта по итогам конкурса стал американский инвестиционный банк «Morgan Stanley», а соменеджером — российский «Автобанк». Основную часть привлеченных средств планировалось использовать для вложений в инвестиционные проекты области, а остальное — как ликвидные активы для обеспечения купонных выплат по облигациям.

15.2. Развитие рынка корпоративных ценных бумаг

Рынок корпоративных ценных бумаг в этот период также активно развивался, хотя и медленнее, чем государственный сектор. Главной основой его функционирования выступал Феде-

ральный закон «Об акционерных обществах», принятый в 1995 г. и уточненный в 1996 г., а также Закон «О рынке ценных бумаг». Широкомасштабные процессы приватизации и акционирования государственной собственности привели к появлению на рынке большого числа акций, номинально готовых к обращению. Однако лишь акции примерно трех десятков эмитентов могли реально обращаться на рынке, поскольку были относительно ликвидными. К числу этих ценных бумаг, называемых в обиходе «голубыми фишками», в основном относились акции трех отраслей хозяйства: нефтегазовой (включая переработку), энергетической и телекоммуникационной (см. табл. 15.1).

Таблица 15.1

Доля отраслей в капитализации рынка акций в 1997 г., %

Нефтегазовая	Энергетика	Телекоммуникации	Цветная металлургия	Прочие
57	28	11	2	2

Среди них особо высокой ликвидностью, мощным спекулятивным потенциалом и поэтому повышенным интересом инвесторов обладали акции РАО «ЕЭС России», ОАО «Ростелеком», ОАО «Мосэнерго», ОАО «Иркутскэнерго», РАО «Норильский никель», ОАО «НК ЛУКОЙЛ» и др. (см. табл. 15.2)

Таблица 15.2

Доля предприятий в капитализации рынка акций в 1997 г., %

РАО «Газпром»	ОАО «НК ЛУКОЙЛ»	РАО «ЕЭС России»	ОАО «Сургутнефтегаз»	ОАО «Ростелеком»	ОАО «Мосэнерго»	ОАО «МГТС»	ОАО «Иркутскэнерго»	Прочие
24	18	17	7	6	6	3	2	17

Акции многих прочих эмитентов были мало ликвидными и не представляли особого интереса для банков, финансово-инвестиционных компаний и других участников рынка.

Рынок корпоративных облигаций развивался еще медленнее. Эти бумаги появились в обращении в 1993—1994 г. Эмитентами первых частных облигаций выступили крупные компании, например КамАЗ, АвтоВАЗ и коммерческие банки. Корпоративные облигации, как известно, должны выпускаться компаниями, имеющими высокую стабильность и имидж на рынке, что было большой редкостью для нашей страны. Развитие рынка этих ценных бумаг сдерживали также проблемы взаимных платежей и задолженностей.

Более высокими темпами в это время развивался рынок банковских векселей. Их преимущество заключалось в высокой ликвидности вследствие отсутствия ценового риска. Кроме того, они обеспечивали неплохую доходность. Среди эмитентов этих ценных бумаг можно назвать Сбербанк РФ, Альфа-банк, Сибинбанк и многие другие. Обращение корпоративных векселей было развито гораздо слабее. Их эмитентами в первую очередь являлись компании нефтяных и металлургических отраслей.

В это время на рынке появляются и начинают активно действовать инвестиционные фонды, финансово-строительные компании, негосударственные пенсионные фонды и иные небанковские кредитно-финансовые институты. Этот период характеризуется также началом разорения и банкротств, а также полосой злоупотреблений на фондовом рынке. Многие корпоративные бумаги выбрасывались на него без прохождения должной регистрации и привлекали внимание обещанными высокими дивидендами. Имели место и откровенные мошенничества, например, такие печально известные учреждения, как «МММ», «Чарабанк», «Нефтьалмазинвест» и др. Все это привело к большим финансовым потерям широкого круга инвесторов и подрыву доверия ко многим участникам рынка ценных бумаг. В связи с этим в ноябре 1994 г. появился Указ Президента РФ «О мерах по государственному регулированию рынка ценных бумаг в РФ». Указ в числе прочих мер по наведению порядка на фондовом рынке утвердил Положение «О Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ».

Российский рынок корпоративных ценных бумаг к концу рассматриваемого периода стал достаточно глубоко интегрированным в мировую финансовую систему. Во многом этому способствовала эмиссия в стране так называемых депозитарных расписок, т. е. производных ценных бумаг, выпущенных на бумаги отечественных предприятий и имеющих свободное хожде-

ние за рубежом. Одной из главных причин их появления были определенные трудности в части проведения спекуляций иностранными портфельными инвесторами, связанные с отсутствием в стране четких гарантий при переоформлении прав собственности на приобретенные акции. Выпускались два вида бумаг этого типа — американские депозитарные расписки (АДР), номинированные в долларах и обращавшиеся на рынке США, и глобальные депозитарные расписки (ГДР), обращавшиеся кроме американского еще и на рынках стран Западной Европы. На американском рынке, например, обращались расписки, выпущенные на акции ТД «ГУМ», НК «ЛУКойл», Инкомбанка и др. Выпуском АДР на акции этих и других учреждений, а также их размещением занимались прошедшие аудит по международным стандартам такие известные корпорации, как РАО «ЕЭС России», ОАО «Ростелеком», ОАО «Мосэнерго», ОАО «Сургутнефтегаз» и др. Выпущенные российскими корпорациями, АДР позволяли их владельцам иметь все права акционеров, в том числе право получения дивидендов, а также работать на американском рынке при наличии некоторых объективных ограничений.

Таким образом, период 1992—1997 гг., особенно его последние два года, отличались активным ростом котировок ценных бумаг, увеличением объемов торговли, расширением круга профессиональных участников фондового рынка. Во многом этому способствовало качественное развитие правового обеспечения рынка ценных бумаг, диверсификация видов фондовых инструментов, повышение инвестиционного рейтинга Российской Федерации. Значительные финансовые ресурсы отечественных и зарубежных инвесторов были вложены в ценные бумаги российских эмитентов. Начался процесс интеграции российского фондового рынка в мировую финансовую систему.

15.3. Процедура выпуска эмиссионных ценных бумаг хозяйственными обществами

Понятие эмиссия ценных бумаг отражает совокупность действий эмитента по размещению ценных бумаг. К основным этапам эмиссии относятся: принятие решения о выпуске ценных бумаг, его регистрация, изготовление сертификатов (при выпуске ценных бумаг в документарной форме), размещение и регистрация отчета об итогах выпуска. Порядок совершения действий определяется законами РФ «О рынке ценных бумаг», «Об

акционерных обществах», актами Федеральной комиссии по ценным бумагам и иными нормативными актами.

Решение о выпуске ценных бумаг является основополагающим документом для определения прав владельцев, вида ценных бумаг и порядка их обращения. Данное решение вправе принимать только уполномоченный орган эмитента, которому такое право предоставлено законом и (или) уставом хозяйственного общества. Закон «О рынке ценных бумаг» содержит перечень необходимой информации, которую должно содержать решение о выпуске. Перечень состоит из 12 пунктов и является открытым. Законодательством РФ, в частности нормативными актами: ФКЦБ, устанавливаются дополнительные требования в зависимости от вида ценных бумаг эмитируемых организацией. Для ценных бумаг документарной формы к решению о выпуске прилагается образец сертификата либо его описание (если он не напечатан к моменту принятия решения). Принятое решение составляется минимум в двух экземплярах, каждый из которых заверяется в регистрирующем органе (ФКЦБ и ее региональные отделения). Второй экземпляр решения остается в органе, проводшем регистрацию, и выступает в качестве единственно верного документа. Если между эмитентом и регистрирующим органом либо другим заинтересованным лицом возникает спор по поводу несоответствия текстов в копиях решения о выпуске ценных бумаг, то документ, хранящийся в регистрирующем органе, считается единственно верным. Когда эмитент в силу закона либо по собственному решению делегирует обязанность вести учет владельцев ценных бумаг профессиональному участнику рынка ценных бумаг — регистратору, последнему также направляется один экземпляр решения о выпуске ценных бумаг, заверенный в регистрирующем органе.

Регистрация выпусков ценных бумаг осуществляется ФКЦБ и органами, ею уполномоченными. В связи с необходимостью обработки большого объема информации при регистрации выпусков ценных бумаг ФКЦБ делегирует полномочия своим региональным отделениям, а также другим государственным органам.

Первый нормативный акт, посвященный данной тематике, был издан 26 февраля 1997 г. (Распоряжение 60-Р «О государственной регистрации выпусков ценных бумаг»). Суть Распоряжения сводится к тому, что ФКЦБ отнесла исключительно к своему ведению регистрацию эмиссионных документов крупнейших предприятий и организаций, чьи эмиссионные ценные

бумаги успешно и в большом объеме обращаются в РТС¹ и на внебиржевом рынке. Список содержит названия 326 эмитентов, среди которых такие известные предприятия, как ОАО Нижневартовскнефтегаз, ОАО Петербургская телефонная сеть, РАО Газпром, АОТ Ижорские заводы и др.

4 марта 1997 г. ФКЦБ утвердила Положение «О регистрирующих органах, осуществляющих государственную регистрацию выпусков ценных бумаг» № 11. В нем четко ограничен круг государственных органов, имеющих право осуществлять регистрационную деятельность — это ФКЦБ и ее региональные отделения, а также Центральный банк РФ (ЦБРФ) и его территориальные подразделения (главные управления и национальные банки субъектов Федерации).

На регистрирующий орган возлагается обязанность вести реестр выпусков ценных бумаг, в том числе аннулированных. В реестр также включается информация о приостановлении возобновлении эмиссий. Регистрирующий орган хранит документы, связанные с регистрационными действиями, предоставляет в ФКЦБ отчеты о совершенных действиях. На основании отчетов и реестров ФКЦБ ведет единый реестр выпусков ценных бумаг. К основным обязанностям регистрирующего органа относится также осуществление контроля за соответствием представленных эмитентом документов Закону РФ «О рынке ценных бумаг» и иным нормативным актам. В случае поступления жалоб, заявлений на действия эмитента, связанные с эмиссией, регистрирующий орган вправе проводить проверки. Основанием для проведения проверки может служить поручение ФКЦБ.

Центральный банк РФ наделен правом регистрировать все ценные бумаги, выпускаемые кредитными организациями, за исключением опционов. Это исключение обусловлено особым порядком регулирования обращения опционов и требованиями, предъявляемыми к эмитентам опционных свидетельств. Порядок обращения опционных свидетельств установлен постановлением ФКЦБ от 9 января 1997 г. № 1.

На региональные отделения ФКЦБ возложена обязанность регистрировать все ценные бумаги, выпускаемые на территориях субъектов РФ, которые находятся под их контролем. Распоряжением от 17 июня 1998 г. № 538-Р ФКЦБ помимо дополнений

¹ РТС — Российская торговая система. Некоммерческое партнерство профессиональных участников рынка ценных бумаг, созданное для проведения внебиржевых сделок с ценными бумагами

в Перечень, касающихся Минфина, расширила собственные полномочия. После вступления в силу нормативного акта ФКЦБ приобрела право регистрации выпусков ценных бумаг, эмитированных управляющими компаниями, которые имеют лицензии на осуществление деятельности по доверительному управлению имуществом паевых инвестиционных фондов.

В большинстве случаев акционерные общества эмитируют ценные бумаги на суммы, значительно превышающие лимит в 50 тыс. минимальных размеров оплаты труда, установленный законом, что влечет за собой обязанность эмитента составить и зарегистрировать проспект эмиссии. Данная норма распространяется на случаи открытого размещения ценных бумаг, а также размещения по подписке среди заранее определенного круга лиц, если их число превышает 500. Подготовив и зарегистрировав наряду с решением о выпуске проспект эмиссии, эмитент обязан раскрыть всю информацию, содержащуюся в проспекте. Последний этап эмиссии заключается в опубликовании информации об итогах выпуска (в частности, публикация отчета).

Целью регистрации и дальнейшего опубликования проспекта эмиссии является информирование владельцев ценных бумаг и потенциальных покупателей о финансовом положении эмитента и событиях, имеющих непосредственное отношение к нормальному функционированию эмитента.

Закон предусматривает включение в проспект двух разделов: *данные об эмитенте и данные о финансовом положении эмитента.*

В данные об эмитенте включаются сведения из учредительных документов:

- наименование эмитента, юридический адрес и т. п.;
- детальное описание структуры управления эмитентом с обязательным указанием списка лиц, занимающих должности в органах управления (в частности, в совете директоров), на отчетную дату и за период, равный пяти годам до отчетной даты;
- указание физических и юридических лиц, владеющих 5% и более уставного капитала (акций);
- перечень юридических лиц, доля в капитале которых превышает 5%;
- сведения обо всех филиалах и представительствах эмитента с указанием общих сведений и фамилии, имени и отчества руководителей.

Сведения о финансовом положении эмитента представляют собой документы, составленные лицом в соответствии с требованиями законодательства и которые он обязан представлять в

государственные органы, контролирующие его деятельность, частности ГНС (налоговые инспекции). В первую очередь это бухгалтерские балансы, в том числе по счетам второго порядка для банков и отчет о финансовых результатах деятельности за три года. Меньший срок предусмотрен для тех юридических лиц, которые были образованы менее чем три года назад. Им необходимо представить отчеты за каждый заверченный финансовый год. Помимо ежегодных балансов к документам прилагается бухгалтерский баланс по состоянию на конец последнего квартала, за которым последовало решение об эмиссии (он должен быть подтвержден данными аудиторской проверки). К документам о результатах финансово-хозяйственной деятельности относятся: отчет об использовании и формировании средств резервного фонда, данные об уставном капитале, размере задолженности. На практике в проспект эмиссии часто включается описание имущества эмитента, динамика кредиторской и дебиторской задолженностей, различные сводные данные о финансово-экономических показателях, таких, как рыночная цена акций, оборачиваемость активов, доля заемных средств в активах, доля долгосрочной задолженности в капитале, капитализация на рынке и т. п.

Проспект эмиссии должен содержать основные сведения об уже имевших место выпусках ценных бумаг (вид ценных бумаг, дата выпуска и код регистрации, объем выпуска, количество ценных бумаг, номинальная стоимость, порядок выплаты дивидендов и т. п.).

Наиболее полно в проспекте отражается информация о предстоящем выпуске. Кроме основных сведений о ценных бумагах выпуска (какие упоминаются выше в отношении состоявшихся эмиссий), необходимо указать данные о порядке выпуска (когда принято решение и кем, цена размещения, дата начала процесса эмиссии и его окончание, процедура оплаты, периодичность выплаты дивидендов и иных доходов по ценным бумагам, определение их размера). Особо должны быть упомянуты профессиональные участники рынка ценных бумаг, которые будут участвовать в размещении, и их функции в эмиссии. При этом эмитент вправе не привлекать сторонние организации к размещению своих ценных бумаг. К профессиональным участникам относятся и депозитарии, которые не размещают ценные бумаги, но по согласованию с эмитентом будут вести учет прав на них.

После завершения процесса регистрации начинается процедура размещения ценных бумаг. При этом эмитент должен соблюдать следующие условия, и прежде всего соответствие количества размещаемых ценных бумаг количеству бумаг, указанных в документах об эмиссии. Здесь имеются в виду учредительные документы и проспект эмиссии. Фактическое число размещенных ценных бумаг может не соответствовать тому, которое указано в проспекте. Такое несоответствие не является нарушением законодательства только в том случае, если в документе о выпуске предусматривается доля ценных бумаг, размещение которой означает, что эмиссия состоялась. В этом случае в отчете об итогах выпуска фиксируется меньшее число ценных бумаг. Контроль за соблюдением данного соответствия осуществляют эмитент и регистрирующий орган. Максимально возможный срок размещения составляет один год со дня начала эмиссии. Превышение этого лимита возможно лишь в случаях, предусмотренных законодательством (ст. 24 Закона «О рынке ценных бумаг»).

Законодательством запрещается предоставлять преимущественное право покупки ценных бумаг для каких-либо лиц, если бумаги будут размещаться публично. Исключениями являются следующие ситуации:

- эмитентом является государство;
- эмитентом является государство либо другое юридическое лицо, но при этом не установлены ограничения на покупку ценных бумаг нерезидентами и в соответствии с Законом «Об акционерных обществах» при эмиссии ценных бумаг за акционерами сохраняется право преимущественной покупки ценных бумаг нового выпуска в количестве, пропорциональном числу принадлежащих им акций.

Завершающая стадия эмиссии — это регистрация отчета об итогах выпуска. Отчет включает информацию о количестве размещенных ценных бумаг, фактической цене размещения, более детально описываются поступления от размещения ценных бумаг. В отчетном документе существует следующая градация: денежные средства, полученные в рублях, денежные средства в иностранной валюте по курсу ЦБ РФ на день внесения, объем материальных и нематериальных активов, пересчитанных в валюте Российской Федерации. Для составления и утверждения отчета об итогах выпуска установлены следующие процессуальные сроки: 30 дней со дня завершения размещения — эмитент направляет отчет в регистрирующий орган и 2 недели — на рассмотрение отчета регистрирующим органом при отсутствии нарушений в процессе эмиссии (ст. 25 Закона «О рынке ценных бумаг»).

15.4. Приостановление эмиссии и признание выпуска ценных бумаг несостоявшимся

Согласно нормам действующего законодательства, эмиссия ценных бумаг может быть приостановлена, а выпуск ценных бумаг признан несостоявшимся на любом этапе процедуры эмиссии ценных бумаг до даты регистрации отчета об итогах их выпуска. Однако в целях защиты прав владельцев ценных бумаг или для проведения проверки эмитента решению о признании выпуска ценных бумаг несостоявшимся должно предшествовать решение о приостановлении эмиссии.

В качестве оснований для приостановления эмиссии выступают:

— нарушение эмитентом в ходе эмиссии требований законодательства;

— обнаружение в документах, на основании которых был зарегистрирован выпуск ценных бумаг, недостоверной информации;

— наличие нарушений порядка ведения реестра владельцев именных ценных бумаг, включая те, которые повлекли приостановление действия или аннулирование лицензии у регистратора, ведущего реестр данного эмитента;

— иные случаи, предусмотренные законодательством.

Субъектами, принимающими решение о приостановлении эмиссии (признании выпуска несостоявшимся или его аннулировании), являются регистрирующие органы, уполномоченные на это законодательством. Кроме того, данное решение может быть принято самостоятельно ФКЦБ с обязательным уведомлением об этом соответствующего регистрирующего органа.

Приняв решение о приостановлении эмиссии, регистрирующий орган (ФКЦБ) уведомляет об этом эмитента, андеррайтера ценных бумаг, эмиссия которых приостановлена, регистратора соответствующего эмитента, организаторов торгов. Предварительное уведомление (по телефону, факсу или электронной почте) дается не позднее следующего дня после даты принятия решения. При этом в срок не позднее трех дней с даты принятия такого решения регистрирующий орган обязательно направляет письменное подтверждение (последующее уведомление) принятого решения.

Если решение о приостановлении эмиссии принято регистрирующим органом, то он в течение трех дней направляет ко-

пию уведомления в ФКЦБ, если ФКЦБ — то она направляет уведомление регистрирующему органу в тот же срок.

В течение пяти дней после принятия решения регистрирующий орган (ФКЦБ) раскрывает информацию о данном факте в средствах массовой информации. Принятие решения о приостановлении эмиссии накладывает ограничения на участников рынка ценных бумаг, а именно с даты предварительного уведомления эмитента, андеррайтера, организаторов торгов о приостановлении эмиссии ценных бумаг запрещается совершение сделок по размещению этих ценных бумаг, осуществление рекламы ценных бумаг данного выпуска. Обязанность по уведомлению распространителей рекламы ценных бумаг, эмиссия которых приостановлена, возлагается на эмитент. Кроме того, с момента предварительного уведомления регистратор не вправе принимать передаточные распоряжения в отношении сделок по размещению ценных бумаг, эмиссия которых приостановлена, а также осуществлять иные действия, за исключением случаев, предусмотренных федеральными законами и правовыми актами Российской Федерации, нормативными актами Федеральной комиссии.

Орган, принявший решение о приостановлении эмиссии, направляет эмитенту предписание об устранении нарушений законодательства с указанием необходимых мер и сроков. Он также вправе проводить проверки и запрашивать у эмитента необходимые документы и информацию.

Эмитент обязан в срок, указанный в предписании (либо в течение срока размещения, установленного решением о выпуске ценных бумаг), устранить нарушения и направить отчет в орган, принявший решение о приостановлении, и в ФКЦБ. Если в течение указанных сроков устранить нарушение невозможно, орган, принявший решение, может разрешить возобновление эмиссии при наличии обязательства со стороны эмитента устранить нарушения после регистрации отчета об итогах выпуска на основании представленного эмитентом протокола об устранении нарушений. В протоколе должны быть указаны сроки и обязанности нарушителя по их устранению. Нарушение положений протокола эмитентом может служить основанием для обращения в суд о признании выпуска недействительным.

Отчет эмитента об устранении нарушений рассматривается в 10-дневный срок. После этого регистрирующий орган (ФКЦБ) дает письменное разрешение на возобновление эмиссии. Уведомление о возобновлении эмиссии не позднее трех дней на-

правляется в письменной форме эмитенту, андеррайтеру, регистратору и организатору торговли.

Если решение о приостановлении эмиссии принято регистрирующим органом, то он в течение трех дней направляет копию уведомления в ФКЦБ, если ФКЦБ — то она направляет уведомление регистрирующему органу в тот же срок. Уведомление должно содержать аналогичные реквизиты, но вместо ограничений указывается на прекращение действия.

В течение пяти дней с даты принятия решения информация о возобновлении эмиссии раскрывается в средствах массовой информации регистрирующим органом.

Для признания выпуска ценных бумаг несостоявшимся необходимо наличие одного из следующих фактов:

- нарушение эмитентом в ходе эмиссии ценных бумаг требований законодательства Российской Федерации;
- обнаружение в документах, на основании которых был зарегистрирован выпуск, недостоверной информации;
- нарушение порядка ведения реестра;
- непредставление эмитентом отчета об итогах выпуска ценных бумаг после истечения срока их размещения;
- отказ регистрирующего органа в регистрации отчета об итогах выпуска;
- неразмещение предусмотренной решением о выпуске доли, при неразмещении которой выпуск признается несостоявшимся;
- неразмещение хотя бы одной ценной бумаги выпуска;
- иные случаи, предусмотренные законодательством о ценных бумагах.

Признание выпуска ценных бумаг недействительным или несостоявшимся влечет негативные правовые последствия для эмитента. Прежде всего каждое из этих решений сопровождается аннулированием государственной регистрации выпуска, т. е. внесением соответствующей записи в реестр.

Аннулирование выпуска производится в срок, не позднее следующего дня с даты принятия решения о признании выпуска несостоявшимся, если решение было принято регистрирующим органом, либо с даты получения уведомления, — если решение принято ФКЦБ.

При признании выпуска недействительным аннулирование производится на основании решения суда в срок, не позднее следующего дня с даты получения уведомления эмитента о признании выпуска недействительным, либо с даты получения ре-

шения суда, вступившего в законную силу. На следующий день после принятия решения регистрирующий орган предварительно уведомляет об этом эмитента, андеррайтера, регистратора, организаторов торговли, а в течение последующих трех дней направляет им в письменной форме последующее уведомление. В течение пяти дней с момента аннулирования выпуска регистрирующий орган раскрывает информацию об этом в средствах массовой информации.

Ценные бумаги несостоявшегося (недействительного) выпуска изымаются из обращения, а эмитент возвращает владельцам денежные средства (имущество), которыми были оплачены ценные бумаги.

При аннулировании государственной регистрации ценных бумаг, выпущенных в документарной форме, эмитент проводит погашение сертификатов ценных бумаг. Погашенные сертификаты хранятся в течение трех лет с даты аннулирования, а затем уничтожаются.

Уничтожение сертификатов проводится комиссией, формируемой из представителей эмитента и (или) регистратора. По требованию регистрирующего органа (ФКЦБ) в ее состав могут быть включены его представители. Полномочия представителей оформляются в порядке, предусмотренном гражданским законодательством, т. е. посредством доверенности.

Глава 16. Организация и регулирование фондовой торговли в Российской Федерации

16.1. Государственные органы, регулирующие рынок ценных бумаг

Для эффективного функционирования механизмов привлечения инвестиций в частный сектор экономики, обеспечения бесперебойного финансирования дефицита государственного бюджета, предотвращения социальных потрясений и конфликтов сложившееся организационное строение и методы управления фондовым рынком должны непрерывно совершенствоваться. Основой этого процесса является правовое обеспечение. Для воплощения правовых норм в реальности рынка наделяются полномочиями уже существующие и создаются новые государственные и саморегулируемые органы.

Главными органами государственного регулирования современного российского рынка ценных бумаг являются:

- Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ);
- Министерство финансов РФ;
- Банк России;
- Комитет по управлению государственным имуществом РФ;
- Министерство РФ по антимонопольной политике и поддержке предпринимательства;
- Министерство РФ по налогам и сборам;
- Министерство юстиции РФ;
- Государственный комитет РФ по надзору за страховой деятельностью и др.

Они призваны выполнять следующие основные функции:

- регистрацию участников рынка;
- обеспечение достоверной информацией о выпуске и обращении ценных бумаг;
- контроль и поддержание правопорядка на рынке.

Для координации деятельности государственных органов по управлению рынком ценных бумаг в конце 1992 г. при Президенте РФ была образована Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам, наделенная консультативными и координационными функциями. Два года спустя она была преобразо-

вана в Федеральную комиссию по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ с добавлением ей функций по регулированию рынка. В середине 1996 г. эта комиссия была преобразована в современную ФКЦБ — главный орган исполнительной власти, проводящий государственную политику на рынке ценных бумаг, осуществляющий контроль за деятельностью профессиональных участников рынка и обеспечивающий соблюдение прав инвесторов.

Численность ФКЦБ — шесть человек, включая председателя Комиссии (должность уровня федерального министра), первого заместителя, трех заместителей председателя и секретаря. Постановления Комиссии в рамках ее компетенции обязательны для исполнения органами федеральной и местной власти, саморегулируемыми организациями рынка ценных бумаг и его профессиональными участниками. Вопросы межведомственного характера решаются созываемой Коллегией — совещательным органом ФКЦБ, которая состоит из 15 представителей государственных исполнительных органов с обязательным участием Министерства финансов и Банка России. Кроме того, при ФКЦБ функционирует Экспертный совет из 25 человек, включающий помимо представителей государства профессиональных участников рынка, независимых экспертов и др. В его компетенцию входят вопросы исполнения полномочий Комиссии, разработка предложений по регулированию деятельности на рынке, рассмотрение проектов постановлений ФКЦБ и их публикация по требованию любого члена Совета.

ФКЦБ имеет широкие полномочия, однако они не распространяются на процедуру эмиссии долговых обязательств государства и местных органов власти. Реализацию своих прав Комиссия осуществляет с помощью региональных отделений, расположенных на территории субъектов Федерации.

Министерство финансов в первую очередь является эмитентом государственных ценных бумаг. Кроме того, оно осуществляет лицензирование инвестиционной деятельности, операции с производными фондовыми инструментами, производство и ввоз в страну бланков ценных бумаг, а также аттестацию специалистов инвестиционных институтов и фондовых бирж.

Банк России, помимо выполнения функции агента правительства по размещению государственных ценных бумаг, занимается также лицензированием деятельности кредитных организаций, в том числе коммерческих банков, осуществляет регистрацию проводимых ими эмиссий ценных бумаг. Он регу-

лирует и проводит операции на открытом рынке, управляет деятельностью клиринговых, депозитарных и тому подобных учреждений, а также контролирует экспорт и импорт капитала.

Другие государственные органы выполняют свои функции в соответствии с законодательно-правовыми документами, обеспечивающими деятельность рынка ценных бумаг.

Особую роль в регулировании фондового рынка играет государственная **система налогообложения**. Она обладает мощной потенциальной возможностью стимулировать инвестиции и во многом определяет эффективность функционирования рынка ценных бумаг.

В соответствии с Законом «О налоге на операции с ценными бумагами» в редакции 1995 г. плательщиком налога являются эмитенты ценных бумаг, а объектом налогообложения — регистрируемая номинальная стоимость их выпуска. При этом налогом на операции с ценными бумагами облагаются только выпуски акций, облигаций и жилищных сертификатов. Эмиссия инвестиционных паев налогообложению не подлежит. Налог в размере 0,8% взимается в момент подачи документов на регистрацию проспекта эмиссии из прибыли, остающейся в распоряжении предприятия. Первичная эмиссия при учреждении организации налогом не облагается.

Закон «О налоге на прибыль предприятий и организаций» в редакции 1997 г. устанавливает, что дивиденды по акциям, проценты по облигациям и доходы по другим ценным бумагам включаются в валовую прибыль предприятий. Однако эти суммы исключаются из налогооблагаемой прибыли, поскольку налог должен удерживаться у источника дохода. Тем не менее при этом происходит, как минимум, двойное налогообложение, поскольку дивиденды и проценты выплачиваются из чистой прибыли. Значит, предприятие платит налог на прибыль в размере 34% (для посредников на фондовом рынке — 43%), а затем — налог 15% при перечислении дохода по ценным бумагам их владельцу. Если этот доход впоследствии попадает в личное распоряжение физических лиц, то налогообложение происходит еще раз. В этом заключается один из аспектов несовершенства отечественной системы налогообложения, снижающий ее способность стимулировать развитие рынка ценных бумаг.

Кроме этого, на определенные виды дохода профессиональных участников рынка ценных бумаг устанавливается налог на добавленную стоимость (НДС) в размере 20% налогооблагаемого оборота. Налогообложению подлежат доходы от ус-

луг в виде комиссионных вознаграждений, изготовления и хранения бланков ценных бумаг, инвестиционного консультирования, аудита и т. д.

И наконец, в соответствии с Законом «О подоходном налоге с физических лиц», принятым в конце 1991 г., налогообложению подлежат проценты (кроме сберегательных сертификатов) и дивиденды, получаемые по ценным бумагам физическими лицами.

Проценты и выигрыши по государственным ценным бумагам Российской Федерации, ценным бумагам субъектов Федерации и органов местного самоуправления налогом не облагаются. Налогообложение физических лиц производится у источника выплаты доходов. Предприятия и организации, выплачивающие проценты и дивиденды держателям ценных бумаг, несут ответственность перед бюджетом за адекватность налогообложения и обязаны информировать налоговые органы о доходах физических лиц и размерах удержанных налогов.

Современная российская система налогообложения громоздка, сложна, непоследовательна и поэтому не выполняет стимулирующую функцию развития рынка ценных бумаг. Помимо государственных органов управление рынком ценных бумаг осуществляют и так называемые **саморегулируемые организации**. Согласно Закону «О рынке ценных бумаг», это добровольные объединения, создаваемые профессиональными участниками рынка на некоммерческой основе. Саморегулируемые организации призваны обеспечивать необходимые условия деятельности участников рынка, соблюдение ими профессиональной этики, защиту интересов инвесторов других клиентов, установление и совершенствование правил проведения операций, осуществление контроля и т. д. Они лучше, чем кто бы то ни было, знают практику современного фондового рынка и в первую очередь заинтересованы в соблюдении установленного порядка и дальнейшем развитии рынка.

Создание саморегулируемых организаций лицензируется ФКЦБ. Они образуются не менее чем десятью профессиональными участниками рынка ценных бумаг, обязаны соблюдать действующее законодательство и регулярно отчитываться в своей деятельности перед ФКЦБ.

Важная роль в саморегулировании рынка ценных бумаг всегда принадлежала институту фондовой биржи. Помимо него официальными российскими саморегулируемыми организациями сегодня являются Национальная ассоциация участников

фондового рынка (НАУФОР) и Профессиональная ассоциация регистраторов трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД). Эти организации имеют широкую сеть филиалов и представительств в регионах страны.

На начало 1999 г. в НАУФОР входили более тысячи профессиональных участников фондового рынка, имеющих лицензии на проведение брокерской и дилерской деятельности, а также на доверительное управление ценными бумагами. Членами ПАРТАД являлись более 250 депозитариев (услуги по хранению сертификатов ценных бумаг и учету перехода прав собственности на них) и регистраторов (услуги по ведению реестра ценных бумаг). Саморегулируемые организации принимают участие в лицензировании деятельности новых профессиональных участников рынка, в аттестации специалистов, в программах обучения, осуществляемых ФКЦБ, и т. д. Их доходы целиком направляются на уставные цели, т. е. не подлежат распределению между участниками.

Регулирование деятельности участников осуществляется с помощью специальных документов и органов, создаваемых ассоциациями по согласованию с ФКЦБ. С первой половины 1998 г. введен в действие Дисциплинарный кодекс НАУФОР и Кодекс мер дисциплинарного воздействия ПАРТАД. Эти документы устанавливают ответственность участников за различные нарушения федерального законодательства в части фондового рынка, неисполнение предписаний органов государственного регулирования и внутренних решений саморегулируемых организаций.

Эффективным инструментом регулирования является также Третейский суд НАУФОР, позволяющий оперативно разрешать конфликтные ситуации, возникающие между профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Предписания саморегулируемых организаций имеют характер соглашения с участниками и обязательны для исполнения. Санкции за нарушения более строги, нежели государственное воздействие. Практикуется, например, бойкот нарушителя, приводящий к его банкротству; исключение из ассоциации и другие меры.

В соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» деятельность саморегулируемых организаций может быть приостановлена ФКЦБ путем отзыва лицензий.

Рассмотрев законодательные основы деятельности, состав и функции органов регулирования рынка ценных бумаг, обратимся к практике **организации фондовой торговли**. Наиболее характерным примером в этой части может служить рынок ГКО —

ОФЗ в период своего устойчивого развития (1993—1997), поскольку он являлся строго упорядоченным во всех отношениях по сравнению с другими.

Строгая регламентация рынка ГКО выражалась в обязанности всех его участников соблюдать достаточно жесткие процедуры совершения сделок и учета проводимых операций. Привлечение ряда негосударственных организаций в качестве официальных дилеров явилось новшеством в торговле государственными ценными бумагами в стране. Эти организации прежде всего были призваны на профессиональном уровне обеспечить большой оборот торговли, расчеты и учет держателей облигаций.

Однако основная организационная роль на рынке ГКО все же принадлежала Банку России — агенту Правительства, поскольку на него было возложено обслуживание выпусков облигаций, а также выполнение функций дилера и контролирующего органа. В его компетенцию входили организация и проведение аукционов по размещению облигаций, погашение их выпусков, а также регулирование торговли на вторичном рынке.

Таким образом, одной из главных отличительных черт организации рынка государственных облигаций явилось развитие взаимодействия административных и рыночных структур с целью его совершенствования и укрепления. Организационная структура рынка ГКО представлена на рис. 16.1.

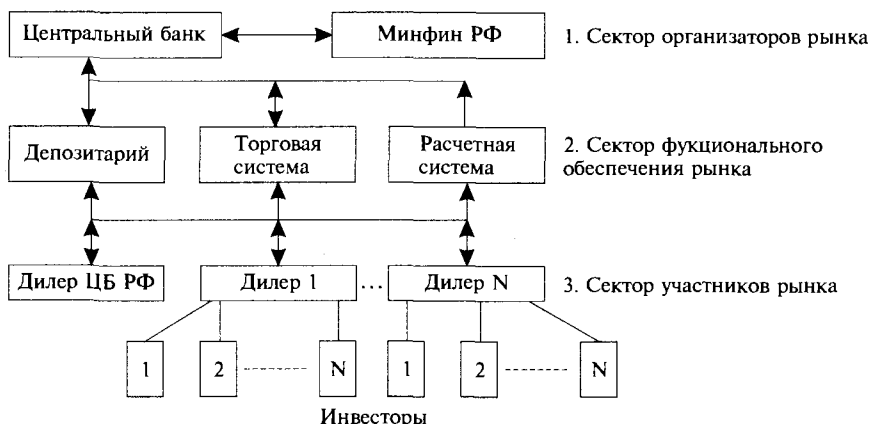


Рис. 16.1. Организационная структура рынка

В организационной структуре можно выделить три уровня взаимодействия. Сектор организаторов рынка включает Мини-

стерство финансов и Центральный банк РФ, которые, представляя административные структуры, устанавливают предмет и порядок взаимодействия, а также состав участников рынка. Сектор функционального обеспечения состоит из организаций, заключающих сделки, осуществляющих расчеты по ним и выполняющих ряд других функций. Сектор участников рынка включает как юридических, так и физических лиц, которые выступают в роли посредников или владельцев облигаций. Функции, выполняемые на каждом уровне взаимодействия, были четко разграничены, что являлось одной из важнейших предпосылок успешного развития рынка.

Сектор организаторов рынка, устанавливая общие «правила игры» и состав его участников, реализовывал свою стратегическую функцию по централизованному заимствованию государством временно свободных денежных ресурсов у участников рынка и управлению денежно-кредитной сферой.

Поскольку выпуски ГКО осуществлялись в виде записей по счетам их владельцев (счета депо), весь объем каждого выпуска оформлялся одним общим сертификатом, хранившимся в Центральном банке и погашавшимся одновременно с данным выпуском облигаций.

Для обеспечения учета облигаций и их владельцев использовался механизм двухуровневой депозитарной системы, включавшей центральный депозитарий и сеть субдепозитариев. Центральный депозитарий открывал счета только зарегистрированным дилерам, причем учет облигаций, принадлежавших самому дилеру и его клиентам, осуществлялся отдельно. Для этой цели использовались два типа счетов — дилерский и клиентский — отдельно по каждому выпуску облигаций. Такой порядок не позволял дилерам злоупотреблять облигациями своих клиентов.

Особенностью каждого дилера являлось ведение реестра регистрационных кодов и внутренних лицевых счетов облигаций (счетов депо), приобретаемых по поручению клиентов. Эта обязанность реализовывалась с помощью субдепозитариев. Их ведение также относилось к числу обязательных функций дилеров. Двухуровневая депозитарная система позволяла постоянно контролировать состав владельцев облигаций и защищать интересы инвесторов. Кроме того, каждый дилер в центральном депозитарии открывал специальные торговые счета, на которых ежедневно отражались операции по продаже облигаций.

Осуществление функции денежных расчетов по операциям с облигациями на рынке было закреплено за специально назна-

ченной для этого организацией — так называемой расчетной системой. Все зарегистрированные дилеры были обязаны открывать в ней счета, посредством которых осуществлялись платежи по сделкам. Зачисление и списание средств по этим счетам происходило через счет, открываемый расчетной системой в РКЦ.

Расчеты по сделкам с облигациями между дилерами осуществлялись в течение одного дня, а между дилерами и другими организациями — в обычном порядке. В расчетной системе выделялись также специальные торговые субсчета для ежедневного отражения операций по приобретению облигаций дилерами. Указанные функции выполнялись в рамках торговой системы на основании договора с Центральным банком.

Торговая система представляет собой организацию, осуществляющую техническое обеспечение и поддерживающую регламент совершения сделок с облигациями. Облигации могли переходить от одного владельца к другому только в результате операций купли-продажи, зарегистрированных этой системой. Торговая система функционировала на основании договора с Центральным банком и двухсторонних договоров с дилерами.

В целом сектор функционального обеспечения не имел права выступать в качестве посредника, продавца или покупателя на рынке облигаций. Функции депозитария, торговой и расчетной систем совмещала уполномоченная на это Центральным банком Московская межбанковская валютная биржа.

Участники рынка облигаций могли выступать либо в качестве инвесторов либо дилеров. Дилером могло быть любое инвестиционное учреждение (институциональный профессиональный участник рынка), заключившее соответствующий договор с Центральным банком, в частности, банки, брокерские компании и т. д. Договор заключался лишь с организацией, успешно прошедшей процедуру проверки со стороны организаторов и контролирующих органов рынка, в роли которых выступали Министерство финансов, Центральный банк и налоговые органы.

Для участия в аукционах по размещению облигаций дилеры подавали заявки на их приобретение в размере не менее 1% от объявленного номинального объема выпуска. Кроме того, за время действия договора с Центральным банком дилер был обязан приобрести на менее 1% общего количества реализованных на прошедших аукционах облигаций.

Дилеры выполняли три основные функции. *Во-первых*, осуществляли посредничество при заключении сделок и поэтому

должны были быть членами торговой системы. Такое посредничество было единственным путем совершения операций на рынке для инвесторов. *Во-вторых*, дилеры осуществляли учет владельцев облигаций, для чего каждый из них был обязан стать членом депозитарной системы, открыв при своей организации субдепозитарий. *В-третьих*, обязанностью дилеров являлось обеспечение своевременных и точных расчетов со своими клиентами, поэтому они должны были стать также участниками расчетной системы.

Инвесторами могли быть как физические, так и юридические лица. Для совершения сделок с облигациями инвестору было необходимо заключить договор с одним из дилеров. Желая купить или продать облигации, инвестор поручал эту процедуру своему дилеру. Следовательно, инвестор не имел права самостоятельно проводить операции на рынке ценных бумаг. Это ограничение несколько усложняло процесс реализации сделок, однако позволяло сосредоточивать спрос и предложение в одном месте, регулировать цены рыночными методами и таким образом обеспечивать высокую ликвидность рынка облигаций.

В договоре, заключаемом между дилером и инвестором, определялся порядок исполнения поручений инвестора, устанавливалась система оплаты услуг, отражались другие вопросы. Инвестору в договоре присваивался персональный код, под которым он проходил по всем каналам информации рынка облигаций. Инвестор был вправе иметь отношения одновременно с несколькими дилерами. Приобретение облигаций осуществлялось как на аукционе во время размещения очередного нового выпуска, так и на вторичном рынке, продажа облигаций — только на вторичном рынке.

Первичное размещение ГКО происходило на аукционах, проводимых Центральным банком по поручению Министерства финансов. Сообщение об очередном аукционе объявлялось Центральным банком не позднее чем за семь дней до его проведения. Объявление содержало дату аукциона, объем выпуска, номинальную стоимость облигаций, лимиты их приобретения каждым дилером по неконкурентным заявкам (в процентах от объема заявки), максимальную долю облигаций, разрешенную для приобретения нерезидентами (в процентах от объема выпуска). Режим проведения аукционов, как и вторичных торгов, устанавливался «Временным регламентом совершения операции с ГКО в торговом зале ММВБ».

Выпуск облигаций происходил последовательно, как правило, через каждые 10—15 дней, одновременно с очередным погашением, что позволяло участникам рынка направлять средства от погашения предыдущего выпуска на приобретение облигаций нового выпуска. Такой порядок давал возможность избегать встречных потоков платежей и резких колебаний объема денег, обращающихся на рынке. При погашении в день аукциона одного из предыдущих выпусков проводилось автоматическое списание всех погашенных облигаций со счетов дилеров из депозитария в торговую систему, где главным дилером — Центральным банком осуществлялся их выкуп.

После этого исходя из размеров средств, полученных в результате погашения, а также зарезервированных дилерами в расчетной системе для аукциона, осуществлялась подача заявок на приобретение облигаций нового выпуска. Посредством заявок дилеры формулировали свои ценовые ожидания, т. е. ожидаемую доходность облигации по сравнению с другими направлениями инвестирования средств. Эмитент, т. е. Министерство финансов, также прорабатывал эту проблему, поскольку совпадение ожидания обеих сторон позволяло успешно реализовать весь объем очередного выпуска облигаций.

В день проведения аукциона обычно подавались две заявки: одна свободная на приобретение облигаций для всех клиентов дилера и другая — от имени дилера и за его счет. Заявка могла содержать, неограниченное число конкурентных предложений и одно неконкурентное. В конкурентных предложениях указывались количество и цена, по которой покупатели были готовы приобретать облигации. Цена выражалась в процентах от номинала облигации с точностью до сотых долей. В неконкурентном предложении указывалось число облигаций, которое были готовы приобрести инвесторы на аукционе по средневзвешенной цене.

Центральный банк мог устанавливать лимиты количества облигаций, указывавшихся в неконкурентных заявках. Зарезервированные дилерами в торговой системе средства должны были быть достаточными для полной оплаты облигаций по обоим видам заявок и уплаты налога на операции с ценными бумагами, а также комиссионного вознаграждения торговой системе.

Каждый дилер, подавая заявки в торговую систему, был обязан соблюдать следующую их приоритетность:

- неконкурентные предложения инвесторов;
- конкурентные предложения инвесторов в порядке убывания цены;

- неконкурентное предложение дилера;
- конкурентное предложение дилера в порядке убывания цены.

Если зарезервированных дилером средств оказывалось недостаточно, часть его предложений не принималась торговой системой.

Торговая система после окончания сбора заявок составляла общую их ведомость, которая представлялась в Министерство финансов. Последнее, руководствуясь целями бюджета и денежной политики, а также исходя из объявленного объема эмиссии определяло минимальную цену продажи облигаций — так называемую «цену отсечения», ниже которой заявки не удовлетворяются, и средневзвешенную цену аукциона. Цена отсечения отражала степень совпадения ценовых ожиданий сторон. После этого Центральному банку выдавалось поручение на удовлетворение заявок.

Центральный банк как главный дилер вводил в торговую систему заявку на продажу всего объема выпуска облигаций по цене отсечения, что влекло за собой заключение сделок по предложениям всех дилеров, превышающим эту цену. Через расчетную систему осуществлялись платежи по итогам дня и аукцион заканчивался. Торговая система выдавала в этот же день каждому дилеру выписки из реестра сделок.

Дальнейшая купля-продажа выпущенных в обращение облигаций происходила на вторичном рынке посредством торговой системы, роль которой выполняла ММВБ. Каждый дилер в торговом зале биржи имел автоматизированное рабочее место, с которого осуществлялась подача заявок на покупку и продажу облигаций, а также проводились другие операции, определенные регламентом вторичного обращения. Данный регламент устанавливал, кроме того, равноправное положение всех дилеров без исключения.

Заявки, подаваемые дилерами, воспринимались торговой системой как предложение купить или продать определенное количество облигаций по установленной цене и могли быть сняты по команде дилера в любое время. Поступившие заявки сопоставлялись с данными, полученными из депозитария и расчетной системы, о количестве облигаций и суммах средств, зарезервированных дилерами для совершения сделок. При покупке облигаций размер денежных средств, зарезервированных для этой цели дилером на торговом субсчете, уменьшался на соответствующую сумму. При продаже облигаций их количество на торговом субсчете дилера уменьшалось. Если для удовлетво-

ния заявки не хватало зарезервированных денежных средств или облигаций, она к исполнению не принималась.

Заявки удовлетворялись в случае совпадения ценовых условий встречных предложений. При выборе сторон сделки учитывалось время подачи заявки, а ее объем во внимание не принимался, поскольку торговая система в случае необходимости имела право дробить поступившие заявки. Заключение сделки фиксировалось автоматически без дополнительного подтверждения согласия сторонами. В завершение торгового дня подсчитывались взаимные обязательства дилеров по денежным средствам и облигациям т. е. осуществлялся клиринг. Затем формировались итоговые поручения депозитарию и расчетной системе на соответствующие зачисления или списания по счетам дилеров.

Погашение облигаций осуществлялось Центральным банком по их номинальной стоимости в установленные дни и время. Центральный банк на основании доверенностей дилеров переводил со счетов депо на торговые субсчета в депозитарии все облигации, подлежащие погашению, и выставлял от имени дилеров в торговой системе заявки на их продажу по номинальной стоимости. Затем от своего имени Центральный банк выставлял заявку на приобретение всего объема погашаемых по номинальной стоимости облигаций. В это время торговая система функционировала в режиме вторичных торгов.

Средства, полученные от погашения облигаций, переводились на торговые субсчета дилеров в расчетной системе и могли быть использованы в этот же или на другой день для приобретения на аукционе очередного выпуска облигаций. Неиспользованные средства переводились по реквизитам в соответствии с письменными распоряжениями инвесторов.

Таким образом, организация рынка государственных краткосрочных облигаций, сложившаяся с учетом мирового опыта, была вполне современной и наиболее передовой системой фондовой торговли в стране. Она успешно функционировала вплоть до начала кризиса российского рынка ценных бумаг.

16.2. Профессиональные участники рынка ценных бумаг

Профессиональный участник рынка ценных бумаг — это организация или физическое лицо, деятельность которого непосредственно связана с функционированием фондового

рынка. Для отнесения лица к категории профессионального участника рынка оно должно обладать лицензией ФКЦБ.

Большинство профессиональных участников рынка ценных бумаг являются коммерческими организациями, цель которых заключается в получении прибыли. Однако некоторые из них создаются как некоммерческие для выполнения вспомогательных функций по отношению к другим участникам рынка (фондовые биржи, организаторы торговли). В Законе «О рынке ценных бумаг» предусмотрены семь видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, каждая из которых будет рассмотрена отдельно.

Брокерская деятельность. Юридическое определение брокерской деятельности, данное Законом «О рынке ценных бумаг», звучит так: «Брокерской деятельностью признается совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами в качестве поверенного или комиссионера, действующего на основании договора комиссии или поручения, а также доверенности на совершение таких сделок при отсутствии указаний на полномочия поверенного или комиссионера в договоре».

Как следует из текста статьи, брокер вправе действовать исключительно на основании двух видов гражданско-правовых договоров:

- договора поручения;
- договора комиссии.

Гражданское законодательство определяет договор поручения следующим образом. Одна сторона, которая именуется *поверенный*, за счет другой стороны и от ее имени (*доверитель*) совершает определенные юридические действия, вследствие которых права и обязанности, в частности по сделке поверенного, переходят напрямую к доверителю. В некоторых случаях договор поручения может быть безвозмездным, но если он заключен с брокером, доверитель обязан уплатить поверенному вознаграждение, так как Закон обязывает это сделать в любом случае, когда хотя бы одна из сторон договора осуществляет предпринимательскую деятельность.

Вторым видом договора, на основании которого может действовать брокер, является договор комиссии.

В процессе работы на фондовом рынке возможна ситуация, когда у брокера и клиента возникает конфликт интересов (например, если брокер совмещает брокерскую и дилерскую деятельность). В подобных случаях на брокере лежит обязанность по уведомлению клиента о существующем интересе. Неисполнение брокером

этой обязанности, вследствие которой клиент понес убытки, служит основанием для возмещения убытков в порядке, предусмотренном гражданским законодательством (ст. 15 ГК РФ).

Если брокер действует в качестве комиссионера, то он вправе хранить денежные средства клиентов на забалансовых счетах. Данные денежные средства переводятся клиентом либо переходят к брокеру при продаже ценных бумаг и предназначаются для инвестирования. Указанные средства брокер может использовать иными способами, определенными в договоре, и перечислять клиенту часть прибыли.

На практике договоры поручения и комиссии содержат условия, которые не находят отражения в законодательстве, но и не противоречат ему. В качестве примера можно привести включение в договор брокерского обслуживания возможности совершать так называемые сделки без покрытия.

Покупка либо продажа ценных бумаг без покрытия подразумевает соответствующую сделку при отсутствии достаточных денежных средств на лицевом счете клиента либо ценных бумаг на счете депо в момент дачи поручения. Для обеспечения подобных сделок часть портфеля ценных бумаг клиента блокируется и называется гарантийным пакетом. Какие именно бумаги и в каком количестве входят в гарантийный пакет, устанавливается соглашением сторон. При возникновении у клиента задолженности перед брокером последний вправе продать часть ценных бумаг либо все ценные бумаги из гарантийного пакета для погашения задолженности.

Для эффективного осуществления профессиональной деятельности брокеру необходима специальная информация о клиенте. Законодательство предусматривает возможность брокера обратиться к клиенту с просьбой предоставить информацию о его финансовом положении, источниках формирования капитала, запросить у руководителей (уполномоченных лиц) юридических лиц документальное подтверждение их полномочий при заключении договоров (доверенности и т. п.), а также справку о дееспособности физического лица, являющегося клиентом.

К **основным обязанностям** брокера относятся:

— информирование клиентов об осуществлении их поручений, о том, как (на какой стадии) идет заключение договоров купли-продажи;

— предоставление рекомендации о степени риска, который существует в конкретной сделке;

- совершение в первоочередном порядке сделок по поручению клиентов по отношению к собственным дилерским операциям;
- обеспечение надлежащего хранения и учета ценных бумаг клиентов;
- разработка и соблюдение правил ведения учетных регистров.

Все операции с денежными средствами клиентов подлежат обязательному учету во внутренних документах брокера. Отчетность по подобным операциям не входит в общую бухгалтерскую отчетность, но представляется в налоговые органы. Средства клиентов отражаются на отдельных обособленных балансах, которые составляются по каждому договору с клиентом. Ежеквартально балансы, составленные в установленной форме, направляются в налоговые органы. По общему правилу брокеры не осуществляют расчет и уплату налоговых платежей со средств клиентов, но возможны два исключения. Такая обязанность возникает у брокера в том случае, если клиентом является физическое лицо (неиндивидуальный предприниматель) либо юридическое лицо — нерезидент, не ведущее инвестиционную деятельность через постоянное представительство. Ежеквартально брокер представляет клиентам отчет об операциях с ценными бумагами и денежными средствами. Для физических лиц, индивидуальных предпринимателей и юридических лиц после расчетов по обязательным платежам в бюджет брокер оформляет в установленном Министерством финансов порядке бухгалтерскую отчетность по обособленным балансам.

Дилеры. Юридическое определение данного вида деятельности, зафиксированное в Законе «О рынке ценных бумаг»: «Под дилерской деятельностью понимается совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и (или) продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и (или) продажи этих ценных бумаг по объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность, ценам». Лицензию дилера может получить только организация (юридическое лицо), занимающаяся коммерческой деятельностью.

Правовое положение и требования, предъявляемые к дилерам, во многом схожи с требованиями, предъявляемыми к брокерам. Дилеры имеют право заключать договоры займа с клиентами, запрашивать у клиентов необходимые сведения. Все сделки с ценными бумагами и иные операции, связанные с деятельностью на рынке, должны отражаться во внутренней отчетности, ведение которой является одной из обязанностей дилера.

При заключении договора купли-продажи ценных бумаг на публично объявленных условиях дилер обязан раскрывать информацию об эмитенте, которой он располагает, либо уведомлять о ее отсутствии. Дилер может выступать в качестве андеррайтера при первичном размещении эмиссионных ценных бумаг, совершать иные финансовые сделки (операции), не противоречащие нормам Закона «О рынке ценных бумаг», давать консультации и рекомендации по вопросам приобретения ценных бумаг.

Результаты финансовых операций, зафиксированные документально, обобщаются и представляются брокерами и дилерами в саморегулируемые организации (например, в НАУФОР) и ФКЦБ.

Доверительное управление ценными бумагами. Многие инвесторы, не желая лично принимать инвестиционные решения, заключают договоры доверительного управления с лицами, имеющими лицензию профессионального участника рынка на право заниматься деятельностью по доверительному управлению ценными бумагами. Под такой деятельностью в Законе «О рынке ценных бумаг» понимается осуществление индивидуальным предпринимателем или юридическим лицом от своего имени и за вознаграждение доверительного управления переданными ему во владение, но принадлежащими другому лицу ценными бумагами и денежными средствами в интересах этого лица либо третьих лиц, выбранных этим лицом (*бенефициаров*).

На Российском рынке деятельность по доверительному управлению ценными бумагами регулируется постановлением ФКЦБ от 17 октября 1997 г. «Положение о доверительном управлении ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги».

Прежде всего следует сказать об особой сфере применения данного Положения. Этот нормативный акт не регулирует отношения, связанные с управлением денежными средствами и ценными бумагами, если они входят в имущество паевого инвестиционного фонда либо общего фонда банковского управления.

Текст нормативного акта содержит перечень субъектов, на которых распространяются требования, им установленные: это банки и кредитные организации, если они вправе и осуществляют доверительное управление ценными бумагами; иные коммерческие организации, а также лица, зарегистрированные в качестве индивидуальных предпринимателей. Некоторые положения нормативного акта не действуют в случае, когда договор доверительного управления заключается с органом опеки (попе-

чительства) и законодательством установлены иные требования к подобным договорам.

Положение дает юридическое определение двум составляющим доверительного управления на рынке ценных бумаг — доверительному управлению ценными бумагами и доверительному управлению средствами инвестирования. Под первым понимается совершение любых предусмотренных Законом и договором юридических действий с ценными бумагами учредителя управления в интересах последнего либо выгодоприобретателя. Второе подразумевает совершение в течение определенного договором срока действий по приобретению в интересах клиента (выгодоприобретателя) ценных бумаг.

Профессиональная деятельность по доверительному управлению ценными бумагами осуществляется на основании лицензии. Когда заявителем на получение лицензии является коммерческая организация, лицензия может быть выдана как на имя организации, так и на имя должностного лица, которое вправе осуществлять такую деятельность на основании устава (доверенности). Данное положение действует, если это прямо не запрещено Законом. Для получения лицензии организация должна отвечать двум обязательным условиям — являться акционерным обществом открытого типа, акции которого обращаются на рынке и включены в котировки организаторов торговли. Иные особенности, касающиеся физических и юридических лиц, а также деятельности паевых фондов определяются законодательством. Отдельно следует сказать об управляющих компаниях паевых инвестиционных фондов. Они вправе осуществлять деятельность по доверительному управлению ценными бумагами при наличии лицензии и с соблюдением требований указанного Положения.

Положение более четко определяет объект доверительного управления ценными бумагами. Исходя из общих требований как Закона, так и Положения, объектом доверительного управления являются ценные бумаги и денежные средства, предназначенные для инвестирования, как переданные доверительному управляющему, так и приобретенные им в процессе осуществления своей деятельности. Ценными бумагами, которые являются объектами, могут быть: акции, облигации, государственные облигации (за исключением тех бумаг, условия выпуска которых не допускают их передачу в доверительное управление), закладные цен-

ные бумаги¹ (исключительно в случае прямого действия норм Положения), а также ценные бумаги иностранных эмитентов, ввезенные в Российскую Федерацию в соответствии с установленным порядком и отвечающие требованиям Положения. В качестве объектов управления не могут выступать векселя, чеки, депозитные сертификаты, сберегательные книжки, складские свидетельства и товаросопроводительные документы. К средствам инвестирования относятся денежные средства, чьим собственником является учредитель управления, которые он передал доверительному управляющему, и те, которые были получены управляющим в результате исполнения договора доверительного управления.

Неотъемлемой частью любого договора об управлении денежными средствами для инвестирования в ценные бумаги является *инвестиционная декларация*. Декларация содержит следующие сведения: цель доверительного управления; перечень ценных бумаг — объектов инвестирования; структуру активов, поддерживаемую в течение всего срока действия договора: срок, на который данные положения являются обязательными для доверительного управляющего. Подписание договора учредителем управления влечет за собой согласие с условиями инвестиционной декларации. Инвестиционная декларация может быть изменена, дополнена до истечения срока, в течение которого она действует, только при наличии достаточных на то оснований. Если сторонами для инвестиционной декларации установлен меньший срок действия, чем для договора, то по его истечении вводится новая декларация либо старая считается продленной, но на срок не более срока действия договора. Учредитель управления вправе потребовать внесения изменений в декларацию, которые становятся обязательными для управляющего даже в случае его несогласия. Учредитель в случае несогласия управляющего составляет односторонний акт, который прилагается к договору, и с этого момента риск возможных неблагоприятных последствий исполнения распоряжений учредителя ложится на него самого. Инициатива управляющего об изменениях в декларации приобретает юридическую силу только после достижения согласия с учредителем управления (как правило, составляется дополнительное соглашение к договору). Единст-

¹О порядке совершения операций с залоговыми см.: Методические рекомендации по применению профессиональными участниками рынка ценных бумаг Федерального закона «Об ипотеке (залоге недвижимости)», утвержденные Распоряжением ФКЦБ от 26 февраля 1999 г. № 195-Р.

венным исключением, при котором составление инвестиционной декларации не требуется, является случай, когда объект доверительного управления — ценные бумаги, передаваемые в доверительное управление их эмитенту.

Положение накладывает ряд существенных ограничений на действия управляющего в отношении ценных бумаг. Под запретом находится совершение сделок, в результате которых ценные бумаги переходят в собственность управляющего, его учредителей, а также сделок, в которых управляющий выступает в качестве брокера (комиссионера, поверенного) у другой стороны сделки. Им не могут быть приобретены ценные бумаги, выпущенные его учредителем, если они не включены в котировальные листы организаторов торговли, и ценные бумаги организаций, находящихся в процессе ликвидации. Кроме того, запрет налагается на действия управляющего с привлечением третьих лиц. В частности, управляющий не вправе передавать ценные бумаги на хранение (на счета, во вклады) с определением в качестве распорядителя третьего лица, заключать договоры страхования, по которым выгодоприобретателями являются третьи лица. Доверительный управляющий не вправе отчуждать ценные бумаги, оплата которых по договору предусматривает отсрочку (рассрочку) более чем в 30 календарных дней и передавать их в залог под обеспечение своих обязательств (обязательств своих учредителей и третьих лиц), не связанных с доверительным управлением имуществом клиента. Аналогичные ограничения предусмотрены для доверительных управляющих, являющихся эмитентами передаваемых им бумаг.

Депозитарная деятельность на рынке ценных бумаг — это деятельность по учету прав на ценные бумаги и их перехода, а также по хранению сертификатов ценных бумаг. Данный вид деятельности имеет свою специфику, так как депозитарии (юридические лица), осуществляющие депозитарную деятельность на основании лицензии, входят в качестве отдельного института в учетную систему рынка ценных бумаг. Современный развитый рынок, на котором заключается огромное число сделок, не может существовать без институтов, способных обеспечить своевременное и точное фиксирование правоотношений между участниками рынка.

Финансисты выделяют несколько видов депозитариев: **кастодиальный депозитарий** обслуживает частных инвесторов, не осуществляющих брокерскую и дилерскую деятельность, и не обслуживает торговые системы; **расчетный депозитарий** обслу-

живает организованные рынки и предоставляет услуги участникам рынка, работающим в этих системах. Депозитарии также можно рассматривать как двухуровневую систему. Во главе ее (первый уровень) стоят регистрирующие депозитарии (юридически — регистраторы), их выбирают эмитенты ценных бумаг, они подтверждают эмитентам права кредиторов. Второй уровень — это депозитарии, обслуживающие владельцев ценных бумаг. Взаимодействие между двумя уровнями осуществляется посредством аккредитации, т. е. на основании договоров, с помощью которых «головные депозитарии» получают сведения о кредитах эмитента, и идет дополнительный обмен информацией.

В 1996 г. ФКЦБ утвердила «Временное положение о депозитарной деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации и порядке ее лицензирования». Данный документ, как следует из названия, носил временный характер и нуждался в доработке. Позднее в дополнение к «Временному положению...» ФКЦБ утвердила «Временные требования к стандартам депозитарной деятельности» (февраль 1997 г.). И наконец, 16 октября 1997 г. было утверждено Положение № 36 «О депозитарной деятельности в Российской Федерации». Основой для разработки этого документа послужил, в частности, совместный доклад ЦБ РФ, Министерства финансов и ФКЦБ «О концептуальных подходах к месту и роли депозитарной деятельности на рынке ценных бумаг» от 1 июля 1997 г. С момента вступления в силу данного Положения все перечисленные выше нормативные акты, ранее изданные, утратили силу.

Действие Положения распространяется на все организации, осуществляющие депозитарную деятельность в Российской Федерации, а также на все виды ценных бумаг, права на которые ими учитываются. Положение не регулирует порядок и условия лицензирования депозитарной деятельности. В отношении специализированных депозитариев паевых инвестиционных фондов Положение действует в части, не противоречащей актам ФКЦБ, регулирующим деятельность фондов. Согласно Положению, депозитарная деятельность обязательно должна включать услуги по учету и удостоверению прав на ценные бумаги и их передачу, в том числе обременение ценных бумаг обязательствами. В случае, если лицо передает на хранение другому лицу ценные бумаги и хранитель не предоставляет услуг по учету и удостоверению прав на ценные бумаги, то такая деятельность не является депозитарной и правоотношения в этом случае регулируются нормами российского гражданского законодательства.

Депозитарий обязан предоставлять клиентам (депонентам) услуги, которые будут содействовать осуществлению владельцами своих прав по ценным бумагам. На практике такие услуги обычно включают информирование о проведении собраний акционеров, о событиях, существенно затрагивающих хозяйственную деятельность эмитента, содействие в получении дивидендов по ценным бумагам и т. п. Объектами депозитарной деятельности могут являться все виды ценных бумаг, которые выпущены резидентами Российской Федерации. Ценные бумаги нерезидентов также могут являться объектами депозитарной деятельности в том случае, если они выпущены в соответствии с законодательством того государства, под чьей юрисдикцией они находятся, и если использование указанных ценных бумаг в качестве объектов депозитарной деятельности не противоречит требованиям законодательства.

В соответствии с законодательством отношения между депозитариями и их клиентами строятся на основе так называемого депозитарного договора (договор о счете депо — тождественное понятие). Сторона, предоставляющая депозитарные услуги, именуется *депозитарием*, другая сторона — *депонентом*. В качестве депонента депозитария могут выступать физические или юридические лица, которые являются собственниками либо владельцами ценных бумаг, а также лица, являющиеся номинальными держателями, залогодержателями и доверительными управляющими ценных бумаг. Договор должен быть заключен в письменной форме, при этом в нем в качестве существенных условий должны присутствовать стандарты (условия) депозитарной деятельности, утвержденные депозитарием. Предметом данного договора является предоставление услуг депозитарием по хранению сертификатов ценных бумаг, учету и удостоверению прав, а также иных услуг, содействующих реализации владельцами их прав по ценным бумагам.

Из определения данного вида профессиональной деятельности следует, что депозитарий, заключив договор, не приобретает права собственности на ценные бумаги клиента. Более того, любые ограничения законных прав владельца ценной бумаги, которые включены в договор, не будут иметь юридической силы и будут считаться ничтожными. Учет прав и операций с ценными бумагами клиента ведется при помощи счета депо, открываемого клиенту. На этом счете учитывается количество ценных бумаг, их вид, наименование, место хранения и другая информация. Совершать какие-либо действия с ценными бумагами кли-

ента депозитарий может лишь в том случае, если клиент дал на это соответствующее распоряжение (поручение) в порядке и в случаях, предусмотренных договором. Учитывая, что депозитарный договор не предусмотрен в ГК РФ как отдельный вид договоров, Закон «О рынке ценных бумаг» устанавливает перечень существенных условий договоров данного типа. К ним, в частности, относятся: однозначное определение предмета договора, порядка передачи информации о распоряжении ценными бумагами, обязанностей депозитария, порядка предоставления отчетности, размера оплаты услуг и срока действия договора.

Заключение договора не обуславливается внесением ценных бумаг на счет депо (депонированием). Депозитарий обладает правом устанавливать договорные отношения с другим депозитарием. В законе указано, что если депозитарий привлекает для выполнения определенных обязанностей по профессиональной деятельности другой депозитарий, то между ними должен быть заключен депозитарный договор. В этом случае один из депозитариев становится депонентом другого. Если договор заключается между депозитариями (междепозитарные отношения), то удостоверение прав и учет ценных бумаг клиентов депозитария-депонента осуществляется по всем данным без разбивки по отдельным клиентам и депозитарий-депонент выполняет функции номинального держателя ценных бумаг своих клиентов. Депозитарий, у которого находится счет другого депозитария, не отвечает за правильность переданной ему информации депозитарием-депонентом, а несет ответственность исключительно за правильность ее передачи третьим лицам. Несмотря на то что депозитарий-депонент ведет агрегированный счет ценных бумаг клиентов, распоряжения по счету проводятся только при наличии упомянутых выше оснований.

Помимо общих требований к осуществлению депозитарной деятельности таких, как получение лицензии, соблюдение в процессе своей деятельности требований российского законодательства, выполнение обязанностей, предусмотренных договорами с клиентами, Положение обязывает депозитарий разработать *Условия депозитарной деятельности*. Эти условия не являются конфиденциальной информацией и должны предоставляться по запросам любых заинтересованных лиц. В случаях, когда заключается депозитарный договор с клиентом, данные условия включаются в обязательном порядке в договор и являются его неотъемлемой частью.

В условиях должна содержаться следующая информация: виды операций, которые выполняет депозитарий, образцы документов, которые заполняют депоненты и которые они получают на руки, сроки выполнения операций, тарифы на них и т. п.

Помимо этого депозитарий разрабатывает внутренние правила, которые описывают порядок совершения операций и ведения документооборота, учета операций, порядок контроля за конфиденциальностью информации и рассмотрения жалоб клиентов.

Если депозитарную деятельность осуществляет организация, совмещающая данный вид деятельности с иной (иными) профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг, либо организация, являющаяся кредитной, то в ее структуре должно быть отдельное подразделение, которое ведет депозитарную деятельность и для которого эта деятельность является исключительной.

При осуществлении своей деятельности депозитарий обособляет ценные бумаги, переданные ему клиентами или иными лицами в соответствии с договором от своих собственных посредством их учета на различных счетах. Для этого депозитарий обязан открывать каждому клиенту отдельный счет депо и выступать в качестве номинального держателя в реестре либо у другого депозитария. Информация о записях о правах на ценные бумаги должна дублироваться депозитарием в целях обеспечения сохранности ценных бумаг.

За депозитарием закреплено право оказывать иные услуги депонентам. В частности, для эффективного ведения депозитарной деятельности депозитарий вправе в соответствии с российским законодательством вести денежные счета клиентов, в том числе валютные и мультивалютные, при условии, что это необходимо для проведения операций с ценными бумагами. Если депозитарий обслуживает ценные бумаги, выпущенные в документарной форме, то он вправе проводить перевозку и инкассацию ценных бумаг, а также изъятие их из обращения, погашение (в том числе купонов) и уничтожение сертификатов. Кроме предусмотренных выше методов содействия клиентам в реализации их прав, депозитарный договор может предусматривать обязательства по отслеживанию корпоративных действий эмитента, информированию депонентов об этих действиях и возможных негативных последствиях. При этом сам депозитарий предпринимает действия, направленные на минимизацию ущерба клиенту. Клиентам депозитарий может предоставлять консультативные услуги по инвестированию и давать рекомендации

по налогообложению. Перечень сопутствующих услуг, приведенный в Положении, не является исчерпывающим и может быть изменен (дополнен) соглашением сторон.

Помимо информирования депонента о корпоративных действиях эмитента депозитарий обязан передавать информацию от регистратора на условиях и в сроки, указанные в договоре. Сведения, предоставляемые депозитарием, должны соответствовать данным регистров депозитария, на дату, установленную в качестве даты составления соответствующих списков. Сопутствующие услуги также могут включать содействие владельцам ценных бумаг в реализации их права голоса и предоставление регистратору или эмитенту сертификатов и иных документов, если платеж (выплата дивидендов) производится по их предъявлению.

С момента передачи ценных бумаг в депозитарий изменяется способ удостоверения прав на них. Все права с этого момента удостоверяются записями по счетам депо, открытыми в соответствующих депозитариях. Если заинтересованное лицо не согласно с записями, совершенными депозитарием, то может оспорить их в судебном порядке. Передача ценных бумаг осуществляется по поручению клиентов и иных уполномоченных на то законом или договором лиц путем совершения записей по счету депо. Основаниями для них являются: поручения клиента (попечителя), надлежащим образом оформленные и отвечающие требованиям договора, а также документы, которые в соответствии с российским законодательством подтверждают переход прав на ценные бумаги не в результате гражданско-правовых сделок. Права считаются переданными с момента внесения соответствующей записи по счету депо. В то же время отсутствие таковой не лишает лицо возможности доказать свои права на основании других сведений. Депозитарий не осуществляет перевод ценных бумаг в другой депозитарий в том случае, если другой депозитарий на законных основаниях не обладает правом обслуживать данный выпуск. Каждый депозитарий обязан обеспечить прием ценных бумаг, переведенных из других депозитариев, или регистратора, а также принять сертификаты ценных бумаг с предварительной проверкой их подлинности, законности приобретения и их наличия в «*стоп-листе*» эмитента.

Контроль над депозитариями со стороны лицензирующих органов подразумевает регулярное представление в последние отчетности по депозитарным операциям и их проверок, а также проведение по инициативе лицензирующих органов проверок деятельности депозитария. При нарушении депозитарием требо-

ваний нормативных актов применяются санкции и меры, предусмотренные законодательством.

Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг.

С широким распространением выпусков ценных бумаг в бездокументарной форме резко возросла потребность в специализированных институтах, обеспечивающих ведение реестра акционеров и учет прав на другие эмиссионные ценные бумаги, выпускаемые хозяйственными обществами. Такими институтами являются профессиональные участники рынка ценных бумаг — регистраторы (от лат. *registrum* — перечень, список, имеющий юридическое значение)¹. Определение, содержащееся в Законе, относит к данному виду деятельности сбор, фиксацию, обработку, хранение и предоставление информационных данных, которые составляют *систему ведения реестра*. Система представляет собой совокупность данных, зафиксированных на материальных и электронных носителях, на основании которых устанавливаются владельцы ценных бумаг либо номинальные держатели и их права на бумаги. При этом идентифицируются владельцы, зарегистрированные именно в этой системе ведения реестра. Правом заниматься данной деятельностью обладают только юридические лица — регистраторы (равнозначный термин — держатели реестра).

Основным документом системы ведения реестра является реестр владельцев ценных бумаг. Это неотъемлемый элемент системы ведения реестра, он представляет собой перечень зарегистрированных владельцев, на основании которого их можно идентифицировать на определенное время (дату), где указано количество, номинальная стоимость и категория ценных бумаг, которыми владеет каждое из лиц, включенных в перечень. Помимо этого система ведения реестра должна обеспечивать хранение и сбор любой другой информации, если последняя имеет отношение к реестру и может вызвать необходимость внесения в него изменений, а также если она касается действий держателя реестра по внесению соответствующих изменений. Такая система ведется только для именных ценных бумаг бездокументарной формы в отличие от предъявительских.

Реестры акционеров — акционерных обществ ведут преимущественно регистраторы, поэтому следует определить, какие

¹ Англ эквивалент — *registrar* — банк, компания, уполномоченная вести реестры ценных бумаг, регистрировать смену их владельцев, удостоверяя подлинность ценных бумаг и т. п.

требования устанавливают нормативные акты в отношении указанных реестров.

В каждом реестре должны содержаться сведения о каждом зарегистрированном лице (акционере или номинальном держателе акций), количестве и категориях (типах) акций, записанных на имя каждого зарегистрированного лица. В реестр могут включаться и иные сведения, если это предусмотрено правовыми актами Российской Федерации. Акционерное общество обязано обеспечить ведение и хранение реестра акционеров в порядке, предусмотренном законодательством не позднее одного месяца с момента государственной регистрации общества¹. В свою очередь владельцы и номинальные держатели ценных бумаг обязаны соблюдать правила предоставления информации в систему ведения реестра. Правовые последствия непредставления информации Закон не определяет (подразумевается действие иных норм гражданского, административного, уголовного законодательства). Например, нормами корпоративного права предусмотрено, что если лицо, зарегистрированное в реестре акционеров общества, не информирует держателя реестра об изменении своих данных, то общество и специализированный регистратор не несут ответственность за причиненные в связи с этим убытки (п. 5 ст. 44 Закона «Об акционерных обществах»).

Как уже упоминалось выше, регистратором может быть сам эмитент либо профессиональный участник рынка ценных бумаг, если он был уполномочен на это поручением эмитента. Однако следует помнить, что «эмитент, заключивший договор с регистратором, не освобождается от ответственности за ведение системы ведения реестра» (ст. 44 Закона «Об акционерных обществах»).

Деятельность по ведению реестра в обязательном порядке передается эмитентом независимой специализированной организации — регистратору в случае, когда число владельцев ценных бумаг превышает 500. Число эмитентов, чьи реестры владельцев вправе вести регистратор, не ограничивается, однако оговаривается, что договор на ведение реестра заключается только с одним юридическим лицом. Раз в год эмитент вправе возмездно потребовать у регистратора реестр владельцев, при этом плата за его предоставление не должна превышать стоимости затрат на его составление. Если эмитенту будет необходимо регулярное предоставление реестра, то размер вознаграждения устанавливается соглашением сторон. Помимо вознаграждения,

¹ Статья 29 Закона РФ «О рынке ценных бумаг»

которое регистратор получает от эмитента, он вправе взимать комиссионный сбор со сторон сделки в размере, равном для физических и юридических лиц. Максимальный размер оплаты услуг регистратора устанавливается ФКЦБ. Регистратор не вправе осуществлять сделки с ценными бумагами эмитента, зарегистрированного в системе ведения реестра.

Если эмитент, регистратор, владелец ценных бумаг или депозитарий совершили действие (бездействие), нарушившее правила функционирования системы ведения реестра, в частности препятствовали включению данных в реестр, нарушили формы отчетности и эти действия привели к невозможности осуществлять права по ценным бумагам, то к таким лицам может быть предъявлен иск о возмещении ущерба.

К основным обязанностям держателя реестра Закон «О рынке ценных бумаг» относит:

- открытие лицевого счета (на основании законного требования);
- внесение изменений (дополнений) в систему ведения реестра;
- проведение по поручению уполномоченных лиц и владельцев операций с ценными бумагами;
- предоставление зарегистрированным лицам сведений, поступивших от эмитента о правах, закрепленных ценными бумагами, и о способах их реализации.

В системе ведения реестра зачастую зарегистрированы не владельцы ценных бумаг, а их номинальные держатели. Номинальным держателем может быть любой профессиональный участник рынка ценных бумаг на основании договора с клиентом (владельцем). К номинальному держателю не переходит не только право собственности на ценные бумаги, но и какие-либо иные вещные права. Также очевидно то, что ценные бумаги клиента не могут рассматриваться в качестве имущества для взыскания требований кредиторов номинального держателя. Реализовать права, закрепленные ценной бумагой, номинальный держатель может только на основании надлежащим образом оформленного поручения владельца.

Одним из преимуществ института номинального держания является то, что клиенты одного номинального держателя могут совершать между собой сделки, информация о которых не будет фиксироваться в реестре или депозитарии.

По отношению к клиентам у номинального держателя существуют три основных обязанности: совершать необходимые действия для получения выплат по ценным бумагам их владельца-

ми; совершать сделки только по поручению клиента и в порядке, предусмотренном договором; вести учет ценных бумаг на отдельных забалансовых счетах. По первому требованию владельца ценных бумаг номинальный держатель совершает необходимые действия для их перерегистрации на имя владельца.

Российское законодательство положило начало регулированию деятельности регистраторов в 1995 г., когда Комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ 12 июля утвердила «Временное положение о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг» № 3. Данный документ просуществовал два года и в 1997 г. утратил силу в связи с принятием нового документа.

Положение «О ведении реестра владельцев именных ценных бумаг» от 2 октября 1997 г. значительно дополнило нормы Закона, касающиеся прав и обязанностей регистраторов, а также порядка отражения операций в системе ведения реестра.

Договор на ведение реестра может быть заключен эмитентом только с одним юридическим лицом, в то время как регистратор вправе вести реестр неограниченного числа эмитентов. За регистратором закреплено право передоверять часть функций другим регистраторам, однако ответственным перед эмитентом останется регистратор, делегировавший полномочия (как сторона по договору). Договор с регистратором должен предусматривать обязанность последнего: по выполнению всех типов операций в установленные сроки (имеются в виду операции, предусмотренные данным Положением); по обеспечению сохранности и конфиденциальности информации, содержащейся в реестре; по предоставлению на основании письменного запроса эмитента списка лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров и т. д.

Статья 45 Закона «Об акционерных обществах» устанавливает срок внесения записей в реестр акционеров по требованию акционера или номинального держателя акций. Запись должна быть внесена держателем реестра «не позднее трех дней с момента представления документов, которые в соответствии с законодательством РФ являются основаниями для внесения записи в реестр». В случае отказа от совершения указанного действия регистратор либо эмитент, если он самостоятельно ведет реестр, направляет лицу мотивированное уведомление об отказе от внесения записи не позднее пяти дней с момента получения требования.

Все проводимые регистратором действия, результатом которых является изменение информации, содержащейся на лицевом счете, а также действия по подготовке и предоставлению такой информации, называются операциями регистратора. Операции должны фиксироваться в хронологическом порядке в особом документе — регистрационном журнале. Некоторые операции, такие, как подготовка списка лиц, имеющих право на получение доходов по ценным бумагам, списка акционеров, имеющих право на участие в общем собрании акционеров, предоставление номинальным держателем информации в реестр, а также операции с сертификатами ценных бумаг и выдача информации из реестра, не включаются в регистрационный журнал.

Учет информации о проводимых операциях, ценных бумагах и т. п. ведется на лицевых счетах, открываемых каждому зарегистрированному лицу. Предусматривается три основных типа лицевых счетов:

— эмиссионный счет эмитента — «счет, открываемый эмитенту для зачисления на него ценных бумаг, выпуск которых зарегистрирован в установленном порядке, и их последующего списания при размещении или аннулировании (погашении) ценных бумаг»;

— лицевой счет эмитента — «счет, открываемый эмитенту для зачисления на него ценных бумаг, выкупленных (приобретенных) эмитентом в случаях, предусмотренных Законом «Об акционерных обществах»¹;

— лицевой счет зарегистрированного лица — «счет, открываемый владельцу, номинальному держателю, залогодержателю или доверительному управляющему».

Положение предусматривает возможность открытия счета с особым правовым статусом — *«ценные бумаги неустановленных лиц»*. Основанием для открытия счета «ценные бумаги неустановленных лиц» является обнаружение несоответствия между количеством ценных бумаг, учитываемых на счетах зарегистрированных лиц, и общим количеством выпущенных и размещенных ценных бумаг данного вида, категории. Например, число ценных бумаг на счетах зарегистрированных лиц меньше их общего количества. Ценные бумаги, находящиеся на счетах «цен-

¹ Общество вправе приобретать размещенные им акции по решению общего собрания акционеров об уменьшении уставного капитала, если это предусмотрено уставом, а также по решению совета директоров (наблюдательного совета) (ст. 71 Закона «Об акционерных обществах»)

ные бумаги неустановленных лиц», зачисляются на них по распоряжению эмитента, а списание проводится по документам, подтверждающим права на ценные бумаги, учтенные по данному счету. В случае, если по каким-либо причинам у регистратора отсутствует информация о зарегистрированном лице и идентифицировать его не удастся, счету присваивается статус «ценные бумаги неустановленного лица». Для придания такого статуса счетам физических лиц достаточно отсутствия данных в реестре о документе, удостоверяющем личность, либо несоответствие этих данных установленным требованиям. Для юридических лиц подобными основаниями служат отсутствие данных о полном наименовании, месте нахождения и дате государственной регистрации. После придания счету статуса «ценные бумаги неустановленного лица» все операции по нему прекращаются. Регистратор вправе произвести только одну операцию — внести все данные, предусмотренные Положением, в анкету зарегистрированного лица с одновременной отменой данного статуса.

В обязанности регистратора помимо перечисленных выше входят следующие:

- ежедневно осуществлять сверку количества, категории, типа, вида государственного регистрационного номера выпуска размещенных ценных бумаг с количеством ценных бумаг, учитываемых на счетах зарегистрированных лиц, эмиссионном счете эмитента, лицевом счете эмитента;

- в течение времени, установленного правилами ведения реестра, но не менее чем четыре часа каждый рабочий день недели (включая обособленные подразделения регистратора), обеспечивать эмитенту, зарегистрированным лицам, уполномоченным представителям возможность предоставления распоряжений и получения информации из реестра;

- хранить информацию о зарегистрированном лице не менее трех лет после списания со счета зарегистрированного лица всех ценных бумаг.

Для нормального функционирования реестра регистратору необходимо своевременно получать информацию от своих контрагентов и клиентов. Зарегистрированные лица и эмитенты обязаны предоставлять регистратору информацию и документы, на основании которых ведется система ведения реестра. Это почтовые, юридические, банковские реквизиты, информация об обременении ценных бумаг обязательствами и т. п. На эмитента возлагается обязанность представления информации.

Клиринговая деятельность — один из видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. В российском законодательстве под клирингом понимается «деятельность по определению взаимных обязательств (сбор, сверка, корректировка информации по сделкам с ценными бумагами и подготовка бухгалтерских документов по ним) и их зачету по поставкам ценных бумаг и расчетам по ним» (ст. 6 Закона «О рынке ценных бумаг»).

Клиринговая организация осуществляет свою деятельность на основании лицензии ФКЦБ и договора с участниками рынка ценных бумаг. Клиринговой организации запрещено заниматься иной профессиональной деятельностью на рынке, за исключением деятельности по организации торговли и депозитарной.

Более детально данный вид деятельности в Законе не регламентирован. Следует лишь сказать о норме, в соответствии с которой клиринговая организация обязана формировать специальные фонды для снижения рисков неисполнения сделок. Однако эта норма носит отсылочный характер и минимальный размер специальных фондов устанавливается ФКЦБ по согласованию с ЦБ РФ.

Относительно долгое время клиринговая деятельность с точки зрения правового регулирования была наименее четко определенным видом деятельности на рынке ценных бумаг. Лишь в конце 1997 г. (30 декабря) ФКЦБ утвердила «Временное положение о клиринговой деятельности на рынке ценных бумаг в Российской Федерации» № 44. Положение просуществовало меньше года, и 23 ноября 1998 г. постановлением № 51 ФКЦБ утвердила «Положение о клиринговой деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации».

Новое Положение распространяет свое действие на все организации, осуществляющие клиринговую деятельность на рынке ценных бумаг Российской Федерации за исключением «деятельности по определению взаимных обязательств между двумя сторонами по сделкам с ценными бумагами без участия третьих лиц, совершенными вне организатора торговли».

Нормативный акт открывается перечнем используемых в нем терминов. Часть из них, имеющих принципиально важное значение, стоит привести:

— расчетная организация — небанковская кредитная организация¹, ведущая счета участников клиринга на основании поручений и (или) иных документов;

— расчетный депозитарий — депозитарий, осуществляющий проведение всех операций по счетам депо участников рынка ценных бумаг при исполнении сделок, совершенных через организатора торговли на рынке ценных бумаг, имеющий соответствующую лицензию Федеральной комиссии;

— клиринговый центр — клиринговая организация, осуществляющая клиринг по всем сделкам, совершенным участниками клиринга через организатора торговли, имеющего соответствующую лицензию Федеральной комиссии;

— клиринговый пул — совокупность сделок с ценными бумагами, совершенных участниками клиринга, по которым на данный день наступил срок исполнения обязательств;

— неттинг — процедура проведения зачета встречных однородных требований и определения обязательств участников клиринга по сделкам с ценными бумагами клирингового пула;

— поставка против платежа — порядок исполнения сделок с ценными бумагами, при котором перечисление ценных бумаг и денежных средств на счета участников клиринга производится только после проверки и удостоверения (подтверждения) наличия на счетах участников клиринга достаточного количества ценных бумаг и денежных средств, предназначенных для исполнения совершенных сделок;

— клиринговый регистр — регистр, открытый в клиринговой организации для учета ценных бумаг и денежных средств, размещенных в том числе на торговых счетах, и обязательств участника клиринга по совершенным сделкам с ценными бумагами.

Для проведения расчетов участникам клиринга открываются отдельные специальные счета, называемые **торговыми**. Существует два вида торговых счетов: «Торговый счет депо — счет депо (либо раздел счета депо) участника клиринга в расчетном депозитарии, указанный в условиях осуществления клиринговой деятельности и предназначенный для учета ценных бумаг участников клиринга и проведения операций с ценными бумагами по итогам совершенных сделок», а также «денежный торговый счет — банковский счет, открытый участнику клиринга в расчетной организации, указанный в условиях осуществления клиринговой дея-

¹ О правовом положении небанковских кредитных организаций см Закон «О банках и банковской деятельности» от 2 декабря 1990 г № 395-1.

тельности, предназначенный и используемый для проведения расчетов по итогам совершенных сделок».

К основным правам и обязанностям клиринговой организации относятся ведение обособленного учета обязательств участников клиринга посредством клиринговых регистров, определение обязательств участников по итогам сделок клирингового пула (реализуя принцип *«поставка против платежа»*), формирование и передача отчетов по итогам клиринга по каждому участнику, организация системы управления рисками ликвидности (неисполнения сделок) и создание гарантийного фонда.

Если клиринговая организация выполняет функции клирингового центра, то на нее возлагаются обязанности по составлению и передаче документов на проведение операций по торговым счетам участников (по итогам сделок клирингового пула) в расчетный депозитарий (расчетную организацию), а также контроль исполнения последними операций по обязательствам участников клиринга по сделкам клирингового пула в соответствии с полученными документами.

Существуют два юридически закрепленных вида клиринга. В качестве оснований для классификации выделяют: способы зачета и исполнения обязательств по сделкам и способы зачисления на торговые счета ценных бумаг и денежных средств для исполнения сделок.

В первом случае выделяют:

— *простой клиринг* (контроль над наличием ценных бумаг и денежных средств на счетах, расчеты осуществляются по каждой сделке участников);

— *многосторонний клиринг* (операции по сделкам клирингового пула проводятся между участниками клиринга по итогам неттинга по всем совершенным, подтвержденным и обеспеченным необходимым количеством ценных бумаг и денежными средствами сделкам);

— *централизованный клиринг* (клиринговая организация становится стороной по сделкам, приобретая права и обязанности участников; расчеты ведутся по результатам неттинга между участниками и клиринговой организацией через счета клиринговой организации в расчетном депозитарии и расчетной организации).

Клиринговая организация не вправе совмещать проведение простого, многостороннего и централизованного клирингов. Централизованный клиринг осуществляется исключительно при полном или частичном обеспечении. При проведении клиринга

по срочным сделкам используется только многосторонний клиринг либо централизованный с полным либо частичным обеспечением.

При делении по второму основанию выделяют: *клиринг с полным обеспечением, частичным или без предварительного обеспечения*. При этом следует учесть, что такая классификация применяется только в отношении клиринговых центров. Под клирингом с полным обеспечением (депонированием) понимается порядок, при котором участник вправе совершать сделки в пределах ценных бумаг и денежных средств, имеющихся на его торговых счетах до начала торгов. При частичном депонировании участники приобретают право совершать сделки в лимитах ценных бумаг и денежных средств, переведенных на торговые счета до начала торгов. Величина лимитов определяется исходя из оценочной стоимости, устанавливаемой клиринговой организацией. При осуществлении клиринга без предварительного обеспечения участники могут совершать сделки без предварительного зачисления на торговые счета ценных бумаг и денежных средств. Указанное Положение выделяет также клиринг по срочным сделкам, однако его порядок регулируется иными нормативными актами.

В своей деятельности клиринговая организация должна руководствоваться требованиями российского законодательства, условиями осуществления клиринговой деятельности, а также положениями внутреннего регламента клиринговой организации и договоров, заключаемых с участниками клиринга. Договоры участников клиринга с организаторами торговли, расчетным депозитарием, расчетной организацией, а также дополнения, приложения и иные документы, входящие в договоры, не должны нарушать условия осуществления клиринговой деятельности.

Условия осуществления клиринговой деятельности — это одни из основных документов, на основании которых строятся отношения между клиринговой организацией и ее клиентами. Данные условия в части, определяющей права и обязанности участника клиринга и клиринговой организации, являются неотъемлемой частью договора. Прежде всего это требования, предъявляемые:

- договорам с организаторами торговли, расчетными депозитариями, расчетными организациями;
- порядку исполнения расчетной организацией (депозитарием) поручений клиринговой организации по итогам сделок;

— порядку и срокам передачи клиринговой организацией в расчетную документов (поручений) на проведение операций по торговым счетам участников по сделкам клирингового пула и их исполнение;

— порядку и срокам списания ценных бумаг (денежных средств) с торговых счетов участников на основании их поручений;

— порядку и срокам представления в клиринговую организацию отчетов от расчетного депозитария и расчетной организации;

— перечню расчетных организаций и организаторов торговли, с которыми клиринговой организацией заключены договоры.

Все перечисленные условия являются обязательными только для клиринговых центров. Что касается остальных клиринговых организаций, то они обязаны отразить в условиях информацию: о порядке определения оценочной стоимости ценных бумаг, выступающих в качестве частичного обеспечения; о порядке формирования лимитов по допустимому объему сделок по каждому участнику при предварительном полном или частичном депонировании ценных бумаг, денежных средств; о порядке сверки отчетов и иной документации, а также действий клиринговой организации, расчетной организации и участника клиринга в случае расхождения данных; о порядке определения обязательств участников клиринга, подлежащих исполнению по итогам сделок клирингового пула, тарифах и образцах документов, на основании которых осуществляется взаимодействие с участниками клиринга расчетными организациями и организаторами торговли.

Помимо условий осуществления клиринговой деятельности клиринговая организация обязана утвердить **внутренний регламент**, в котором указывается перечень клиринговых регистров, ведущихся в организации, порядок взаимоотношений между структурными подразделениями клиринговой организации и способы обеспечения контроля за достоверностью информации, включая способы ее защиты от несанкционированного доступа. Договор клиринговой организации с клиентом в обязательном порядке должен предусматривать соблюдение ею конфиденциальности информации. В отношении каждого участника клиринговая организация обязана вести клиринговый регистр, а также хранить иные необходимые документы клирингового учета.

При исполнении многостороннего или централизованного клиринга обязательства участников определяются посредством неттинга. В этом случае клиринговая организация может принимать от участников клиринга (расчетных организаций) документы

на проведение операций по итогам торгов для их последующей сверки с документами, полученными от организатора торгов.

Особое внимание в деятельности клиринговой организации уделяется рискам неисполнения сделок с ценными бумагами. Для того чтобы избежать системных рисков¹ и снизить риск ликвидности², клиринговая организация формирует гарантийный фонд. Порядок его формирования определяется условиями осуществления клиринговой деятельности, а минимальный размер устанавливается ФКЦБ по согласованию с ЦБ РФ. В качестве источников формирования гарантийного фонда могут выступать ценные бумаги и денежные средства участников, размещенные на банковских счетах и специальных разделах счетов депо соответственно в расчетной организации и расчетном депозитарии, если право распоряжения ими закреплено за клиринговой организацией.

Помимо гарантийного фонда клиринговая организация для снижения рисков может использовать:

- предварительное депонирование ценных бумаг и денежных средств участников в расчетный депозитарий или расчетную организацию;

- перерасчет обязательств и требований посредством исключения из расчета необеспеченных сделок;

- гарантии, поручительства третьих лиц и иные способы, не запрещенные российским законодательством.

Например, клиринговая организация может установить дополнительные требования к размеру собственного капитала и иных финансовых показателей участников клиринга.

Деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг.

На развитом фондовом рынке торговля ценными бумагами и финансовыми инструментами осуществляется через специализированные институты, к которым относятся организаторы торговли и фондовые биржи. Их функция заключается в предоставлении участникам рынка возможности выставить в определенном порядке котировки, совершать сделки в соответствии с утвержденными правилами, проводить централизованные расчеты. Работая через фондовые биржи либо фондовые секции иных бирж, участники рынка получают такие преимущества, как хед-

¹ *Системный риск* — это риск, связанный с рынком, на котором работает организация. Он может существовать в форме инфляционного, процентного рисков, риска законодательных изменений, риска изменения движения рынка (тренда) и т. п.

² *Риск ликвидности* — это опасность значительного снижения цены реализации актива при отсутствии платежеспособного спроса на него.

жирование (страхование) своих рисков, возможность получения кредитов под сделки и т. п.

Юридическое определение данного вида деятельности звучит следующим образом: предоставление услуг, непосредственно способствующих заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами между участниками рынка ценных бумаг. Закон «О рынке ценных бумаг» дает различные определения организатора торговли и фондовой биржи. В соответствии с буквой Закона понятие «фондовая биржа» входит в понятие «организатор торговли», так как она, по сути, является видом организатора торгов (ст. 9 и 11 Закона «О рынке ценных бумаг»).

Права и обязанности организатора торговли в Законе обозначены неполно. В нем лишь установлен перечень информационных данных, которые организатор торговли обязан предоставить любому заинтересованному лицу. Однако по существу этот перечень указывает на то, по каким правилам, разработанным организатором торговли, и в каком порядке он предоставляет свои услуги. В этот перечень включены: правила доступа участников рынка и ценных бумаг к торгам; правила заключения (регистрации) сделок и их исполнения (с обязательными ограничениями на манипулирование ценами); список ценных бумаг, допущенных к торгам; расписание услуг, предоставляемых организатором торговли; регламент внесения изменений (дополнений) в указанные правила.

Кроме того, в обязанности организатора торговли входит предоставление заинтересованным лицам информации о совершенных через него сделках с указанием даты и времени заключения сделки, наименования, государственного регистрационного номера ценных бумаг, являющихся предметом сделок, а также цены каждой ценной бумаги и их общего количества.

Иных норм, регулирующих деятельность организаторов торговли, Федеральный закон не содержит.

Первый нормативный акт ФКЦБ, регламентирующий данный вид профессиональной деятельности вышел в свет 19 декабря 1996 г., когда постановлением № 23 было утверждено «Временное положение о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг» и «Временное положение о лицензировании видов деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг». Спустя полгода, 14 марта 1997 г., ФКЦБ утвердила «Временное положение о требованиях, предъявляемых к деятельности валютных и товарных бирж по организации торговли на рынке ценных бумаг». Временное положение просуществовало до 16 ноября 1998 г., когда ФКЦБ по-

становлением № 49 утвердила «Положение о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг».

Основной целью деятельности каждого организатора торговли является формирование и поддержание нормального функционирования торговой системы. Под торговой системой понимается совокупность вычислительных средств, программного обеспечения, баз данных, телекоммуникационных средств и другого оборудования, обеспечивающих возможность поддержания, хранения, обработки и раскрытия информации, необходимой для совершения и исполнения сделок с ценными бумагами и финансовыми инструментами.

Каждый организатор торговли утверждает котировальный лист (может быть первого и второго уровня), в который включаются ценные бумаги, удовлетворяющие требованиям организатора торговли. Процедура включения ценных бумаг в котировальный лист и контроля за их соответствием условиям организатора торгов называется *листингом* (*делистинг* — соответственно процедура исключения).

В торгах могут принимать участие юридические лица, имеющие лицензию брокера и (или) дилера и обладающие в соответствии с правилами организатора торгов правом объявлять заявки и совершать сделки с ценными бумагами (финансовыми инструментами). Выделяют два вида особых участников торгов, принимающих на себя дополнительные обязательства. Это *маркет-мейкеры*, которые по правилам организатора торгов принимают на себя обязательства, позволяющие повысить ликвидность рынка ценных бумаг, и *специалисты*, которые аналогичным образом повышают ликвидность ценных бумаг эмитента. От имени участника торгов объявляет заявки и совершает сделки *трейдер* — физическое лицо, являющееся штатным работником участника торгов и имеющее квалификационный аттестат ФКЦБ.

В своей деятельности организатор торговли обязан помимо норм законодательства руководствоваться внутренними правилами, которые им самостоятельно разрабатываются и утверждаются.

В правилах проведения торгов ценными бумагами и финансовыми инструментами отражаются функции маркет-мейкеров, специалистов, порядок совершения сделок, способы обеспечения обязательств и т. п. В дополнение к правилам утверждается порядок приостановления (возобновления) торгов, который предусматривает возможные основания для совершения указанных действий, и меры, принимаемые в чрезвычайных ситуаци-

ях, а также внутренние операционные процедуры, т. е. особенности торгов отдельными ценными бумагами, инструментами, стандартный лот для каждого эмитента и т. п.

Особо следует сказать о порядке формирования торговой системой реестра всех объявленных участниками торгов заявок с обязательным указанием их условий, реквизитов, времени поступления в торговую систему и индивидуального номера, а также реестра всех совершенных в течение торговой сессии сделок. Каждой сделке присваивается индивидуальный номер, указывается дата и время регистрации сделки в торговой системе, наименование и индивидуальные коды участников торгов, совершивших сделку, наименование эмитента, вид, тип ценных бумаг, номинал, стоимость, количество ценных бумаг, сумма сделки (аналогичные сведения даются по финансовым инструментам). Информация обо всех сделках, совершенных через организатора торгов, подлежит хранению в течение трех лет.

Участники рынка во время торгов обязаны не допускать действий, которые могут быть квалифицированы как манипулирование ценами. Под манипулированием ценами понимаются действия участника (участников) торгов (в том числе объявление заявок на совершение сделок, сторонами которых является одно и то же лицо), которые привели (могли привести) к дестабилизации рынка ценных бумаг, не обусловленному объективными причинами изменению цен, числа заявок.

Участники торгов за указанные противоправные действия несут ответственность в соответствии с российским законодательством. Организатор торговли утверждает *перечень мероприятий, направленных на предотвращение манипулирования ценами*. За несоблюдение утвержденного перечня организатор также несет ответственность.

В Правилах допуска к обращению и исключению из обращения через организаторов торговли ценных бумаг и финансовых инструментов определяется процедура листинга и делистинга, а также устанавливается порядок допуска внесписочных ценных бумаг (финансовых инструментов) к обращению через организатора торговли. Допуск подразумевает экспертизу документов, результатом которой становится включение ценных бумаг в котировальный лист, причем как первого, так и второго уровня (только для ценных бумаг). Для того чтобы ценные бумаги были включены в котировальный лист, эмитент должен представить организатору торговли заявление о процедуре листинга, а также принять обязательство раскрывать организатору торговли ин-

формацию о существенных событиях, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента, и предоставить сведения о договорах, заключенных с регистраторами.

Заявление на включение ценных бумаг в котировальный лист второго уровня либо на допуск к обращению внесписочных ценных бумаг вправе представить также любой участник торгов. Само собой разумеется, что выпуск и отчет об итогах выпуска таких ценных бумаг должен быть зарегистрирован ФКЦБ. Для ценных бумаг установлены следующие минимальные требования к эмитентам для успешного завершения процедуры листинга:

Котировальный лист первого уровня:

- чистые активы — не менее 20 млн экю на дату расчета;
- срок деятельности — не менее трех лет (исключение составляют эмитенты, возникшие в результате реорганизации путем преобразования);
- количество акционеров — не менее 1000;
- средняя сумма сделок за месяц (расчет по итогам шести месяцев) — не менее 50 тыс. экю.

Котировальный лист второго уровня:

- чистые активы — не менее 2 млн экю;
- срок деятельности — не менее года;
- количество акционеров — не менее 500;
- средняя сумма сделок за месяц (расчет по итогам шести месяцев) — не менее 10 тыс. экю.

Минимальные требования для процедуры листинга внесписочных ценных бумаг и финансовых инструментов организатор торговли устанавливает самостоятельно.

В качестве оснований для исключения ценных бумаг из обращения через организатора торгов Положение предусматривает: аннулирование государственной регистрации выпуска, истечение сроков обращения ценных бумаг, ликвидация эмитента, признание эмитента банкротом, иное основание, установленное организатором торговли (в частности, несоответствие требованиям включения в котировальный лист).

Как и любой другой профессиональный участник рынка ценных бумаг, организатор торгов обязан раскрывать часть имеющейся у него информации в интересах участников рынка. С этой целью им утверждается ***порядок раскрытия информации***, в котором указываются информационные агентства, через которые раскрывается информация, порядок доступа заинтересованных лиц к текущей и итоговой информации о торговой сессии, а также размер оплаты услуг по раскрытию информации. Клас-

сифицировать раскрываемую информацию можно по времени раскрытия.

В течение торговой сессии — это суммы сделок, котировки, значения сводного индекса и т. п. При этом информация о ценах и количестве ценных бумаг, по которым совершаются сделки, до тех, кто участвует в торговой сессии, должна доводиться немедленно.

По завершении торгового дня — это общая сумма и количество сделок (не позднее одного часа), средневзвешенная цена ценных бумаг, наибольшая цена спроса и наименьшая предложения, сводный индекс открытия (закрытия), наименование эмитента, тип (вид) ценных бумаг, наименование финансового инструмента.

Не реже раза в неделю — информация о рыночных ценах на ценные бумаги, допущенные к обращению через организатора торговли (по итогам каждого торгового дня) в печатном издании с тиражом не менее 50 тыс.

Ежегодно — перечень ценных бумаг и финансовых инструментов, допущенных к обращению (информация о внесении изменений в указанный перечень раскрывается не позднее 15 дней с момента принятия соответствующего решения).

В целях сохранения конфиденциальности информации организатор торговли разрабатывает и утверждает **Порядок хранения и защиты информации**. В нем определяется порядок ее дублирования, устанавливаются ограничения, предотвращающие несанкционированный доступ к базам данных, ряд мер по предотвращению ошибок в работе торговой системы, регламент доступа к текущей информации о ходе торгов должностных лиц (работников).

Организатор торговли разрабатывает также **Перечень мер, направленных на предотвращение неправомерного использования служебной информации**. Например, есть ряд запретов для работников организатора торгов: они не вправе являться акционерами (участниками) организатора торгов (участвовать в органах управления, работать по гражданско-правовым договорам), использовать в личных целях и передавать неуполномоченным лицам служебную информацию, участвовать в сделках в качестве брокера или стороны.

Ответственность за несоблюдение правил, установленных организатором торговли, находит отражение в еще одном документе, утверждаемом организатором торговли, — **кодексе мер дисциплинарного воздействия**. Кодекс применяется к участникам торгов и регулирует порядок разрешения конфликтных ситуа-

ций, наложения санкций. За нарушение внутренних правил может быть объявлено официальное предупреждение, наложен штраф, приостановлено участие организации в торгах, а также отстранены от торгов уполномоченные трейдеры участников торгов, и наложены иные санкции.

Перечисленные выше внутренние документы, а также методика расчета сводных индексов и положение о дисциплинарной комиссии вступают в действие только после их регистрации в ФКЦБ, равно как и дополнения, изменения к ним.

Для организаторов торговли постановлением ФКЦБ от 4 ноября 1998 г. № 43 предусмотрен особый порядок предоставления отчетности. Под действие данного нормативного акта подпадают организации, осуществляющие профессиональную деятельность на рынке на основании лицензии организатора торговли, фондовой биржи. Положение устанавливает порядок, состав и сроки предоставления отчетности в бумажной и электронной форме. Существует три вида отчетности (классификация по срокам): *ежедневная, ежемесячная и ежеквартальная.*

16.3. Лицензирование профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг

Государственное регулирование фондового рынка осуществляется путем установления обязательных требований к деятельности эмитентов, профессиональных участников рынка, к регистрации выпусков ценных бумаг (проспектов эмиссии) и контроля за соблюдением прав владельцев ценных бумаг другими участниками рынка. Закон делегирует представительным органам государственной власти и местного самоуправления право устанавливать предельные объемы эмиссии ценных бумаг, эмитируемых органами власти соответствующего уровня.

Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг может осуществляться только на основании лицензии ФКЦБ (лицензии, выданной иным уполномоченным органом). Данное положение распространяется также на деятельность кредитных организаций. В соответствии с основами государственного регулирования рынка уполномоченные органы должны запрещать и пресекать предпринимательскую деятельность на рынке, осуществляемую без лицензии. Существует три вида лицензий: профессионального участника рынка, регистратора, фондовой бир-

жи. Однако более подробная классификация лицензий и порядок их получения регулируется иными нормативными актами.

Основным документом, регулирующим порядок и условия выдачи, продления и замены лицензий, является Положение «О лицензировании различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг РФ», утвержденное постановлением ФКЦБ от 23 ноября 1998 г. № 50. За рамками правового регулирования этого нормативного акта оказалась деятельность по ведению реестра, а также порядок выдачи дубликата лицензии и случаи прекращения действия лицензии.

Многие участники рынка осуществляют одновременно не одну, а несколько видов профессиональной деятельности. Единственным нормативным актом, посвященным этой проблематике, является Положение от 20 января 1998 г. № 3 «Об особенностях и ограничениях совмещения брокерской, дилерской деятельности и деятельности по доверительному управлению ценными бумагами с операциями по централизованному клирингу и расчетному обслуживанию».

Согласно этому Положению, возможны следующие виды совмещения деятельности (лицензий): брокер — дилер — доверительный управляющий — депозитарий; клиринг — депозитарий — организатор торгов; доверительный управляющий — доверительный управляющий имуществом паевых инвестиционных фондов, активами негосударственных пенсионных фондов — и (или деятельность по управлению инвестиционными фондами (однако в данном случае деятельность по управлению ценными бумагами не может совмещаться с брокерской, дилерской и депозитарной деятельностью); брокер, дилер, доверительный управляющий — совершение срочных сделок (фьючерсы, опционы и т. п.).

Положение устанавливает общие требования к профессиональным участникам рынка, которые соблюдаются последними в течение всего срока действия лицензии. Размер собственного капитала должен соответствовать следующим требованиям:

- брокер — не менее 5000 минимальных размеров оплаты труда МРОТ (на дату расчета собственного капитала);
- дилер — 8000 МРОТ;
- доверительный управляющий — 35 000 МРОТ;
- организатор торгов — 150 000 МРОТ (с 1 января 2000 г. — 200 000 МРОТ);
- депозитарий — 75 000 МРОТ;
- клиринговая организация — 100 000 МРОТ.

При совмещении различных видов профессиональной деятельности собственный капитал должен быть не меньше наибольшего из установленных к осуществляемым видам деятельности.

За рассмотрение (выдачу, продление) лицензии взимается лицензионный сбор в следующем размере: брокер — 150 МРОТ, дилер — 200 МРОТ, доверительный управляющий — 300 МРОТ, организатор торгов — 1000 МРОТ, депозитарий — 300 МРОТ, клиринговая организация — 300 МРОТ. В любом случае уплаченный лицензионный сбор не возвращается.

Для получения (продления) лицензии профессиональному участнику рынка необходимо представить в саморегулируемую организацию пакет документов, которая после его рассмотрения ходатайствует в ФКЦБ о принятии соответствующего решения.

Саморегулируемая организация принимает решение о выдаче ходатайства (отказе) и уведомляет об этом в семидневный срок заявителя. Далее все представленные документы и ходатайство (отказ) не позднее 27 дней с даты их получения направляются в лицензирующий орган, который в срок не более 30 дней со дня регистрации полного комплекта документов принимает решение о выдаче (продлении) лицензии либо об отказе в выдаче (продлении).

В качестве оснований для отказа предусматривается недостоверность (неполнота) информации в представленных документах, непредставление части документов, в том числе затребованных ФКЦБ, несоответствие представленных документов требованиям российского законодательства, факты нарушения требований законодательства, выявленные в процессе лицензирования, не вступление в члены одной из саморегулируемых организаций, непредставление в срок не позднее 60 дней до истечения срока действия лицензии заявления и документов в порядке, предусмотренном указанным Положением.

В случае отказа лицензирующий орган в течение семи дней с даты принятия решения информирует об этом заявителя с указанием мотивов отказа. Заявитель может повторно обратиться с заявлением после устранения обстоятельств, послуживших мотивами отказа, либо обжаловать решение в судебном порядке. Лицензия подлежит замене при преобразовании, изменении наименования, места нахождения профессионального участника рынка.

Профессиональный участник рынка, совмещающий различные виды деятельности, вправе отказаться от одного из них, направив в лицензирующий орган уведомление об отказе и заявление на замену ранее выданной лицензии.

В качестве *оснований* прекращения действия лицензии выступают:

- истечение срока действия;
- аннулирование;
- замена;
- прекращение юридического лица в случае ликвидации или реорганизации за исключением преобразования.

Лицензирование отдельных видов деятельности может иметь свои особенности.

(А). Брокеры, дилеры, доверительные управляющие

Лицензию на осуществление этих видов деятельности могут получить только акционерные общества и общества с ограниченной ответственностью. В дополнение к документам, указанным выше (см. порядок получения лицензии), заявитель прилагает утвержденные правила ведения внутреннего учета в соответствии с требованиями ФКЦБ к внутренней отчетности и учетным регистрам. В штате организации должен числиться сотрудник, ответственный за ведение системы внутреннего учета и отчетности. Срок, на который выдается лицензия указанным профессиональным участникам рынка, не может превышать трех лет.

Следует акцентировать внимание на одном очень важном положении, касающемся брокеров. Брокер вправе действовать от имени и за счет физического лица либо от своего имени и за счет физического лица лишь в том случае, когда размер его собственного капитала превышает установленный минимум (5000 МРОТ) не менее чем в четыре раза.

(В). Организаторы торговли

Лицензия на осуществление деятельности по организации торгов выдается организациям, созданным в форме закрытого акционерного общества или некоммерческого партнерства, а лицензия фондовой биржи — только некоммерческому партнерству. Лицензирующим органом в обоих случаях выступает непосредственно ФКЦБ.

Срок действия лицензии организатора торговли и фондовой биржи не превышает десяти лет, а в том случае, когда деятельность по организации торговли совмещается с иными видами профессиональной деятельности, — не более трех лет.

(С). Депозитарии

Лицензию депозитария могут получить организации, созданные в форме акционерных обществ, обществ с ограниченной ответственностью, некоммерческие организации и федеральные государственные унитарные предприятия. Однако функции рас-

четного депозитария вправе выполнять только некоммерческие организации с числом учредителей не менее пяти. Организация, совмещающая депозитарную деятельность с брокерской и (или) дилерской и (или) деятельностью по доверительному управлению, не вправе осуществлять функции расчетного депозитария.

Все заявители обязаны привести свою деятельность в соответствие с требованиями нормативных актов. Например, расчетные депозитарии обязаны создать службу внутреннего контроля, иметь в штате не менее одного специалиста, имеющего квалификационный аттестат ФКЦБ.

(D). Клиринг

Лицензию на право осуществления клиринговой деятельности могут получить юридические лица, созданные в форме закрытого акционерного общества или некоммерческого партнерства. При этом функции клирингового центра вправе выполнять лишь организации, созданные в форме некоммерческого партнерства. В дополнение к документам, представляемым на получение лицензии, организация-заявитель обязана приложить документы, определяющие:

— порядок и условия создания, размещения и использования гарантийного фонда (для заявителей, подающих заявки с 1 января 2000 г.);

— систему мер снижения рисков клиринговой деятельности;

— условия осуществления клиринговой деятельности (в двух экз.);

— нотариально заверенные копии договоров между заявителем и расчетным депозитарием (организацией) и организаторами торгов (действие нормы распространяется только на клиринговые центры);

— нотариально заверенные копии квалификационных аттестатов сотрудников.

Аннулирование выданных лицензий. Решение о приостановлении действия лицензии принимается при наличии одного из следующих оснований:

— несоблюдение установленных требований к размеру собственного капитала;

— совмещение видов деятельности, не предусмотренное нормативными правовыми актами ФКЦБ;

— недобросовестная реклама;

— противодействие лицензирующему органу в проведении проверки;

— несвоевременное исполнение предписания лицензирующего органа;

— непредставление либо иное нарушение порядка и формы предоставления отчетности и информации, наличие в отчетности (представленных документах) недостоверной информации;

— приостановление деятельности на рынке в результате ареста имущества профессионального участника (в данном случае решение о приостановлении действия лицензии принимается на время расследования, проводимого следственными органами);

— непредставление в срок заявления на переоформление лицензии в случае неосуществления в течение шести месяцев одного из видов профессиональной деятельности указанного в лицензии;

— иные нарушения законодательства;

— заявление профессионального участника о приостановлении действия выданной ему лицензии.

В качестве *оснований* для аннулирования лицензии предусматриваются:

— банкротство профессионального участника;

— неосуществление им всех видов деятельности, указанных в лицензии, в течение шести месяцев;

— грубое или неоднократное нарушение законодательства о ценных бумагах (неоднократность в данном случае предусматривает совершение организацией двух и более нарушений в течение двух последних лет);

— неисполнение предписаний лицензирующего органа;

— признанный судом факт манипулирования ценами;

— заявление профессионального участника об аннулировании выданной ему лицензии.

Если лицензирующий орган сочтет необходимым, то в целях защиты прав владельцев ценных бумаг и клиентов профессионального участника он вправе осуществить проверку деятельности последнего, а также принять решение о приостановлении действия лицензии до или во время проверки.

Порядок выдачи лицензий держателям реестра. Организации, намеревающиеся осуществлять деятельность по ведению реестра проходят иную, нежели другие профессиональные участники рынка процедуру лицензирования. Данный порядок регулируется Положением «О лицензировании деятельности по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг», утвержденным постановлением ФКЦБ от 19 июня 1998 г. № 24. Лицензии регистратора выдаются непосредственно ФКЦБ.

Каждый заявитель для получения (продления) лицензии регистратора должен отвечать следующим общим требованиям:

— наличие в уставе положений об осуществлении деятельности по ведению реестра как исключительной (либо о возможности совмещения, предусмотренного нормативными актами РФ);

— вклад любого участника (акционера) в уставный капитал — не более 20% (с 1 января 2000 г. Положение не применяется в отношении некоторых видов инвестиционных фондов);

— наличие не менее 25 реестров эмитентов с числом владельцев ценных бумаг по каждому эмитенту более 500 (для заявителей, местом нахождения которых является Москва, Московская область, Санкт-Петербург, Ленинградская, Нижегородская, Самарская и Свердловская области, — с числом владельцев ценных бумаг по каждому эмитенту более 500);

— наличие у заявителя на получение лицензии не менее 15 договоров с эмитентами на ведение реестра с числом владельцев ценных бумаг более 500 у каждого (когда возникновение прав и обязанностей по договорам поставлено в зависимость от получения лицензии);

— собственный капитал составляет на момент заявки и в течение всего периода профессиональной деятельности не менее 200 000 экю (для заявителей, ведущих реестры эмитентов, более 25% акций которых закреплены в федеральной собственности — не менее 400 000 экю (с 1 октября 1998 г.);

— наличие в штате как минимум двух специалистов, отвечающих квалификационным требованиям ФКЦБ по каждому виду деятельности, а также соответствие квалификационным требованиям лиц, занимающих должности руководителя и контролера (при этом руководителем исполнительного органа, главным бухгалтером, контролером не может быть лицо, имеющее непогашенную (неснятую) судимость за преступления в сфере экономики, либо лицо, занимавшее аналогичные должности в организации — профессиональном участнике рынка, у которого за нарушения была аннулирована лицензия в течение трех лет с даты аннулирования);

— членство в саморегулируемой организации регистраторов;

— наличие ходатайства саморегулируемой организации на выдачу (продление) лицензии;

— уставный капитал не должен быть оплачен ценными бумагами, эмитентами которых являются его акционеры, учредители, а также бумагами эмитентов, ведение реестров которых заявитель осуществляет или намеревается осуществлять.

Лицензия выдается регистратору сроком на шесть месяцев с последующим продлением по решению ФКЦБ. Подаваемое заявление оплачивается единовременным сбором в размере 100 МРОТ. При отказе в выдаче (продлении) лицензии либо прекращении рассмотрения документов указанный сбор не возвращается, а при следующем обращении уплачивается повторно.

Положение о лицензировании регистраторов указывает на то, что данные лицензии вправе выдавать только ФКЦБ. Порядок взаимодействия ФКЦБ и ее региональных отделений находит отражение в другом нормативном акте — распоряжении ФКЦБ от 9 июня 1997 г. № 274-Р «О порядке распределения функций по лицензированию регистраторов и контролю за их деятельностью между Федеральной комиссией и региональными отделениями ФКЦБ». В соответствии с данным нормативным актом регистраторы, имеющие лицензии, делятся на две группы:

— *федеральная* — лицензирование и контроль осуществляет ФКЦБ;

— *региональная* — лицензирование и контроль осуществляет региональное отделение.

Для отнесения заявителя к федеральной группе он должен вести реестр или иметь заключенный договор о намерении вести реестр эмитента, включенного в список эмитентов, регистрация выпусков ценных бумаг которых осуществляется ФКЦБ, а также вести реестр (иметь заключенный договор о намерениях) владельцев именных ценных бумаг, количество лицевых счетов которых суммарно превышает 250 000.

16.4. Объединения профессиональных участников рынка ценных бумаг

Важное место в системе институтов фондового рынка занимают добровольные (некоммерческие) объединения профессиональных участников рынка, так называемые саморегулируемые организации. Целью создания таких организаций является защита интересов владельцев ценных бумаг, установление правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами.

Правовой статус саморегулируемых организаций закреплен в Законе «О рынке ценных бумаг». Саморегулируемая организация должна действовать на принципах некоммерческой организации и все получаемые ей доходы должны использоваться на достижение уставных задач, а не распределяться среди ее чле-

нов. Для осуществления своих функций саморегулируемая организация наделена правом: получать информацию по результатам проверки деятельности своих членов, разрабатывать правила, стандарты осуществления профессиональной деятельности и операций с ценными бумагами, контролировать соблюдение указанных правил и стандартов, разрабатывать учебные планы (программы), осуществлять подготовку и аттестацию персонала профессиональных участников рынка. Для приобретения статуса саморегулируемой организация с числом членов — профессиональных участников рынка не менее десяти она должна направить заявление в ФКЦБ с приложением заверенных копий документов о создании саморегулируемой организации и принятые ею правила и положения (ст. 49 Закона «О рынке ценных бумаг»).

Внутренние правила и положения должны устанавливать обязательные для членов требования: к профессиональной квалификации персонала, стандартам профессиональной деятельности, правилам, ограничивающим манипулирование ценами, к документации и учету, минимальному размеру собственных средств, правилам вступления (выхода) из организации, порядку распределения выплат, сборов, издержек, предусматривать защиту прав клиентов, обязательства ее членов по возмещению ущерба, причиненного клиентам в результате неправомерных действий, по рассмотрению жалоб членов организации и др.

В дополнение к названным требованиям Закон устанавливает ряд других для тех саморегулируемых организаций, которые выполняют функции организатора торговли. К ним относятся: наличие разработанных и утвержденных правил заключения, регистрации и подтверждения сделок с ценными бумагами; правил проведения клиринговых и расчетных операций, оформления и учета сделок с ценными бумагами; разрешения споров между членами организации в связи с операциями и расчетами по ценным бумагам; предоставления информации о ценах спроса (предложения), об объемах сделок, совершаемых членами организации; оказания услуг лицам, не являющимися членами организации.

На основании представленных документов ФКЦБ принимает решение о выдаче разрешения либо об отказе. В выдаче разрешения может быть отказано только по следующим основаниям: в представленных документах не содержится требований, перечисленных в статьях Закона; предусматривается возможность дискриминации прав клиентов, пользующихся услугами

членов организации; существуют необоснованные ограничения на вступление (выход) из организации ограничения, препятствующие развитию конкуренции профессиональных участников рынка; документы регулируют вопросы, не относящиеся к уставным целям организации. Кроме того, отказ может последовать за предоставление неполной, недостоверной информации.

В случае несоблюдения саморегулируемой организацией установленных ею правил, предоставления недостоверной информации, какого-либо нарушения закона, устава или законодательства о ценных бумагах ФКЦБ вправе отозвать выданное разрешение.

Саморегулируемая организация не вправе заниматься предпринимательской деятельностью (включая профессиональную на фондовом рынке) и быть участником юридического лица, осуществляющего такую деятельность. Для осуществления предпринимательской деятельности она вправе создать с согласия ФКЦБ хозяйственное общество.

В штате организации не могут числиться лица, одновременно являющиеся руководителями или сотрудниками иных саморегулируемых организаций профессиональных участников фондового рынка. Имущество саморегулируемой организации формируется за счет взносов ее членов и иных источников, не запрещенных законодательством. Члены организации не сохраняют каких-либо прав на переданное имущество (взносы) и не отвечают по ее обязательствам. Имущество может быть использовано только на цели, закрепленные в уставе и учредительных документах. Минимальный размер имущества саморегулируемой организации, необходимый для получения лицензии, устанавливается ФКЦБ¹. После ликвидации организации имущество используется на удовлетворение требований кредиторов, а оставшееся — на цели, предусмотренные уставом.

Если саморегулируемая организация, сочтет необходимым, она вправе создавать гарантийные и страховые фонды для компенсации убытков профессиональной деятельности на рынке, однако порядок создания и функционирования специальных фондов для каждого вида саморегулируемых организаций устанавливается ФКЦБ.

Каждый профессиональный участник рынка может быть одновременно членом нескольких саморегулируемых организаций

¹ На данный момент не установлен.

в зависимости от условий совмещения различных видов деятельности на рынке.

Все саморегулируемые организации учитываются в специальном реестре, который ведет ФКЦБ. Любое заинтересованное лицо вправе получить информацию, содержащуюся в реестре, а также в уставе и иных документах саморегулируемой организации. Кроме того, не реже одного раза в полгода данные реестра публикуются в «Вестнике ФКЦБ».

Саморегулируемая организация в процессе своей деятельности вправе направлять в ФКЦБ предложения по совершенствованию законодательства, анализировать практику реализации законодательства, требовать от своих членов предъявления необходимой отчетности и информации, создавать на территориях субъектов РФ филиалы и представительства.

В обязанности саморегулируемой организации входят: создание и поддержание эффективности систем контроля (надзора) за деятельностью своих членов; пресечение нарушений законодательства; осуществление взаимодействия с ФКЦБ и ее региональными отделениями, иными саморегулируемыми организациями, а также организациями, регулирующими рынок ценных бумаг в целях эффективного регулирования и избежания двойного контроля; предоставление отчетности в ФКЦБ; исполнение обязательных предписаний ФКЦБ и направление отчетов по ним; участие в системах раскрытия информации; ведение баз данных о своих членах; создание третейских судов.

Высшим органом такой организации является общее собрание членов, которое проводится не реже одного раза в год. Постоянное руководство осуществляет коллегиальный орган, в составе которого должно быть не менее 1/3 лиц, не являющихся членами саморегулируемой организации, не состоящих с последней в трудовых отношениях и не являющихся профессиональными участниками рынка. Оставшаяся часть формируется из представителей членов саморегулируемой организации, но не более одного представителя от каждого. Текущее руководство осуществляется исполнительным органом, который утверждается коллегиальными органом после согласования представленных кандидатур с ФКЦБ.

Особо следует сказать о правах, которыми обладает ФКЦБ в отношении саморегулируемых организаций. Федеральная комиссия вправе предъявлять квалификационные и иные требования к их сотрудникам, включать своего представителя в коллегиальный орган, вносить вопросы в повестку дня общего собра-

ния, созывать общее собрание, а также проводить заседания коллегиального органа, требовать отмены решений общего собрания и коллегиального органа, принятых с нарушением законодательства о рынке ценных бумаг.

Для принятия нового члена в саморегулируемую организацию заявитель направляет в нее заявление с приложением необходимых документов. Перечень и порядок предоставления документов устанавливается саморегулируемой организацией самостоятельно¹. Специалисты саморегулируемой организации проверяют в течение двух месяцев данные документы и составляют письменное заключение, направляемое на рассмотрение в коллегиальный орган. Последний в срок не более трех дней с момента его получения принимает решение об утверждении заявления либо отказе. Основания отказа — несоответствие документов требованиям нормативных актов ФКЦБ, внутренним документам саморегулируемой организации, актам ЦБ РФ для кредитных организаций.

Члены саморегулируемой организации обладают равными правами. Каждый из них имеет право принимать участие в ее работе, выносить предложения на рассмотрение коллегиального органа, использовать факт принадлежности к саморегулируемой организации в рекламных и иных целях, обращаться в саморегулируемую организацию с запросами, получать информацию из ее баз данных.

В целях реализации контрольных полномочий саморегулируемая организация:

- осуществляет контроль за соблюдением ее членами финансовых, организационно-технических и иных требований ФКЦБ, саморегулируемой организации, квалификационных требований предъявляемых к сотрудникам-членам организации;
- проводит проверки деятельности своих членов, заявителей;
- назначает и отзывает инспекторов;

¹ Например, для вступления в члены НАУФОР или в кандидаты в члены НАУФОР заявителю необходимо представить следующие документы: заявление, регистрационную форму, учредительные документы, свидетельство о государственной регистрации, письмо о присвоении кодов Госкомстата, свидетельство о постановке на учет в ГНИ, копию документа об избрании исполнительного органа, бухгалтерские балансы, справку о структуре уставного капитала, аналитические ведомости по счетам 06 и 58, выписку из штатного расписания, правила ведения внутреннего учета с образцами учетных регистров, положение о внутреннем контроле, копии квалификационных аттестатов ФКЦБ сотрудников заявителя, подписной лист к учредительному договору НАУФОР, лист присоединения к соглашению о передаче гражданско-правовых споров на разрешение третейского суда НАУФОР.

- проводит проверку жалоб и заявлений о нарушении прав физических и юридических лиц ее членами;
- запрашивает у своих членов необходимые документы;
- осуществляет контроль за участием своих членов в гарантийных (страховых) фондах, компенсирующих риски профессиональной деятельности;
- информирует ФКЦБ о выявленных нарушениях и представляет отчеты о результатах проверки;
- направляет своим членам обязательные предписания об устранении нарушений;
- применяет штрафные и иные санкции;
- направляет в ФКЦБ представление о применении санкций, приостановлении или аннулировании лицензий.

Саморегулируемая организация в обязательном порядке формирует подразделение мониторинга и контроля, а также дисциплинарный комитет. Положения о данных подразделениях подлежат обязательному согласованию с ФКЦБ.

Во внутренних документах (уставе) данной организации должен быть отражен порядок наложения штрафа на ее члена (его руководителей, специалистов), направления представления в лицензирующий орган (о приостановлении, аннулировании лицензии), исключения из саморегулируемой организации, предъявления письменного предложения об устранении выявленных нарушений.

Все споры членов саморегулируемой организации между собой и со своими клиентами могут разрешаться в постоянно действующем третейском суде саморегулируемой организации либо в третейском суде, с которым заключен соответствующий договор. В срок не позднее семи дней саморегулируемая организация обязана уведомить ФКЦБ о результатах проведенного судом разбирательства. В случае отказа члена саморегулируемой организации от исполнения решения третейского суда (иного суда) к нему применяются меры воздействия определенные внутренними документами. Документы, регулирующие деятельность третейского суда, в обязательном порядке согласуются с ФКЦБ.

Для получения лицензии саморегулируемая организация-заявитель должна представить в ФКЦБ следующие документы:

- заявление (в нем указываются наименование, место нахождения, номер расчетного счета, вид профессиональной деятельности, срок действия лицензии заявителя);
- нотариально заверенные копии свидетельств о государственной регистрации и учредительных документов;

- внутренние документы, утвержденные организацией;
- нотариально удостоверенные учредительные документы юридических лиц — учредителей заявителя;
- заключение аудиторской организации (кроме вновь созданных юридических лиц);
- заключение аудиторской организации и заверенные ею бухгалтерские балансы на последнюю отчетную дату по каждому из учредителей;
- декларацию независимости руководителей и должностных лиц.

Решение по заявлению принимается в течение 90 дней с момента принятия всех необходимых документов. В выдаче лицензии может быть отказано исключительно по следующим *основаниям*:

- недостоверность (неполнота) информации в представленных документах;
- несоответствие документов требованиям законодательства;
- наличие в документах положений, допускающих дискриминацию прав отдельных клиентов-членов саморегулируемой организации;
- необоснованное ограничение на вступление (выход) из саморегулируемой организации;
- необоснованные ограничения, препятствующие развитию конкуренции;
- наличие положений, позволяющих осуществлять регулирование вопросов, не входящих в компетенцию саморегулируемой организации.

Выдача лицензий осуществляется на срок, указанный в заявлении, но не более чем на два года. Заявитель обязан уплатить единовременный сбор в размере 1000 МРОТ. При отказе сбор не возвращается и подлежит повторной оплате при повторном обращении.

Данные о лице, получившем лицензию, вносятся в реестр выданных, приостановленных и аннулированных лицензий. Любое заинтересованное лицо вправе ознакомиться с данными реестра. Кроме того, данную информацию ФКЦБ публикует в своих печатных изданиях («Вестник ФКЦБ»).

Для успешного завершения процедуры получения лицензии устав саморегулируемой организации должен содержать следующую информацию:

- наименование, место нахождения;
- цели и предмет деятельности;

- источник и порядок формирования имущества;
- структура, сроки, полномочия, компетенция, порядок организации работы коллегиального и исполнительного органов управления;
- правила приема (исключения, выхода) в члены организации;
- порядок и обязанности членов организации;
- порядок принятия внутренних документов;
- дату выдачи и номер лицензии;
- положение, обеспечивающее равное право голоса всех членов на общем собрании при выборе членов коллегиального органа и принятии решения о внесении изменений (дополнений) в устав;
- иные сведения, предусмотренные законодательством.

В свою очередь, внутренние правила и положения саморегулируемой организации в обязательном порядке должны устанавливать требования:

- к профессиональной квалификации руководителей (специалистов) членов саморегулируемых организаций;
- осуществлению профессиональной деятельности;
- ведению депозитарного учета и составлению документации;
- нормативам достаточности собственных средств (ограничения рисков на операциях с ценными бумагами и т. п.) членов саморегулируемых организаций;
- порядку принятия (выхода, исключения) членов;
- порядку распределения доходов, выплат, сборов;
- способам защиты прав клиентов;
- порядку возмещения клиентам и другим лицам причиненного ущерба;
- соблюдению порядка рассмотрения претензий и жалоб членов саморегулируемых организаций;
- процедурам проведения проверок, наложения санкций и иных мер в отношении членов организации и их работников;
- контролю за исполнением санкций и иных мер;
- информированию членов организации о принятых решениях;
- составу, объему и периодичности представления информации саморегулируемой организации ее членам;
- порядку разрешения споров между саморегулируемой организацией и ее членами;
- порядку взаимодействия с ФКЦБ и иными регулирующими органами и саморегулируемыми организациями.

В правилах должны быть предусмотрены ограничения на манипулирование ценами и закреплены равные права на представительство в органах управления организации. Устав и внутренние документы (правила, положения) должны быть доступны для всех заинтересованных лиц.

Контроль за деятельностью саморегулируемой организации осуществляет ФКЦБ. Для выполнения контрольных функций Федеральная комиссия вправе требовать предоставления регулярной отчетности, любой информации о деятельности саморегулируемой организации (ее членов) с учетом ограничений, предусмотренных законодательством, назначать инспекторов для проведения проверок, направлять обязательные для исполнения предписания и требовать отчета по ним. Отчет об исполнении предписания должен быть представлен в течение десяти дней.

Положение также предусматривает *основания* для приостановления действия либо аннулирования лицензии саморегулируемой организации:

- поступление заявления от саморегулируемой организации;
- нарушение требований законодательства о ценных бумагах;
- обнаружение заведомо недостоверной информации в документах, представленных в ФКЦБ;
- осуществление деятельности, выходящей за пределы ее полномочий;
- неисполнение (нарушение сроков исполнения) обязательных предписаний и непредставление отчетов по ним;
- несоблюдение процедуры согласования принимаемых решений;
- ненадлежащий контроль за деятельностью своих членов;
- ликвидация и реорганизация;
- сокращение числа членов до уровня, меньше установленного законодательством (меньше десяти);
- установление актов нарушения внутренних документов, стандартов ФКЦБ.

О приостановлении действия лицензии ФКЦБ информирует саморегулируемую организацию в течение трех дней и публикует информацию в «Вестнике ФКЦБ». Если организация устранит обстоятельства, послужившие основанием к принятию решения о приостановлении и направит отчет, то ФКЦБ вправе возобновить действие лицензии. При аннулировании лицензии в течение трех дней после принятия решения в саморегулируемую организацию направляется представитель ФКЦБ, который осуществляет оперативный контроль за деятельностью саморегу-

лируемой организации, сохранностью ее имущества, соблюдением прав и законных интересов владельцев ценных бумаг, клиентов, ее членов, а в некоторых случаях входит в состав ликвидационной комиссии.

16.5. Кризис российского рынка ценных бумаг и перспективы его развития

Интеграция российского рынка ценных бумаг в мировую финансовую систему, безусловно, привнесла ряд положительных моментов для деятельности резидентов, но в то же время привела к усилению зависимости фондового рынка от конъюнктуры международных рынков капитала.

Мировой финансовый кризис («азиатский кризис»), разразившийся в 1997 г., поразил в большей степени развивающиеся страны, в том числе и молодой рынок ценных бумаг Российской Федерации. Первая стадия кризиса проявилась в оттоке капитала с отечественного рынка государственных и корпоративных ценных бумаг в конце 1997 — начале 1998 гг. Репатриация государственных займов, увеличив спрос на иностранную валюту, привела к понижению цен на корпоративные бумаги. Падение мировых цен на сырье в сочетании со снижением золотовалютных резервов страны, вызвали очевидную необходимость девальвации рубля, однако последняя проведена не была. Установленный вместо этого валютный коридор до 2000 г. помимо других негативных последствий в определенной мере дезориентировал участников фондового рынка. Котировки акций быстро снижались, что отражало падение отечественных фондовых индексов. Индекс РТС-1, например, за этот период снизился более чем на 50%. Затем вследствие временной стабилизации финансового рынка имела место непродолжительная тенденция некоторого роста биржевых индексов.

Весенний правительственный кризис 1998 г. и ухудшение состояния платежного баланса страны инициировали вторую стадию кризиса российского рынка ценных бумаг. По-прежнему остро стоял вопрос о девальвации рубля и, кроме того, назрела необходимость срочного удешевления обслуживания внутреннего государственного долга, сформированного в основном за счет краткосрочных и высокодоходных ГКО—ОФЗ и превысившего к этому времени 20% валового нацио-

нального продукта. Однако необходимые меры и в этот раз приняты не были. Напротив, доходность, а значит, и риск этого рынка, возросли. Кроме того, было введено законодательное ограничение доли владения нерезидентами акциями энергетических компаний (до 25%), например РАО «ЕЭС России». Это послужило причиной снижения инвестиционных рейтингов страны, ухода многих инвесторов с рынка ценных бумаг и, как следствие, очередного повышения доходности ГКО, превысившей в июне 1998 г. 50%-ный рубеж. В результате произошло 20%-ное снижение цен акций и существенно усилилась неустойчивость отечественной валюты. Обострению ситуации способствовали и эмиссия, проведенная в это же время, высокодоходных облигаций двух внешних займов на общую сумму около 4 млрд долл., снизившая котировки еврооблигаций предыдущих выпусков.

Усугубление положения на рынке, продолжавшееся в течение июля 1998 г., сопровождалось беспрецедентным ростом средневзвешенной доходности ГКО—ОФЗ (до 126%), отменой ряда аукционов по их размещению и, наконец, конвертацией ГКО в среднесрочные (до 2005 г.) и долгосрочные (до 2018 г.) облигации, номинированные в долларах США. Некоторое улучшение ситуации, наметившееся в середине июля, после решения международных кредиторов оказать мощную финансовую поддержку России было недолгим.

Третья стадия фондового кризиса, начавшаяся в августе 1998 г., ознаменовалась активизацией бегства отечественных и иностранных инвесторов с рынка государственных ценных бумаг, что повлекло за собой дальнейшее ухудшение ситуации на рынке корпоративных бумаг (индекс РТС-Интерфакс понизился на 30%). Падение котировок государственных облигаций, традиционно служивших обеспечением иностранных кредитов, вынудило банки срочно изыскивать дополнительные ресурсы, продавать ценные бумаги из своих портфелей и закупать валюту, т.е. серьезно обострился банковский кризис. Следствием этого стало дальнейшее падение цен на ГКО—ОФЗ и корпоративные бумаги, а также значительное повышение неустойчивости рубля.

Кульминацией кризиса российского рынка ценных бумаг стал день 17 августа 1998 г. Во-первых, была проведена давно назревшая девальвация рубля. Во-вторых, Правительством РФ были приняты такие беспрецедентные решения, как приостановление обращения ГКО—ОФЗ, принудительная реструкту-

ризация долгов по ним, а также трехмесячная отсрочка погашения внешней задолженности российских банков. Последствия этих решений носили сугубо негативный характер. Рынок ценных бумаг, особенно корпоративных, практически полностью потерял свою ликвидность, а Российская Федерация — инвестиционную привлекательность. Инвесторы-резиденты и нерезиденты понесли огромные убытки, что надолго подорвало их доверие к российскому фондовому рынку. Кроме того, буквально «рухнула» банковская система страны, серьезно снизились объемы экспортно-импортных операций и масштабы деловой активности в стране. До конца года вследствие отсутствия четких правительственных мер по выходу из кризиса в стране, помимо стагнации фондового рынка, наблюдался застой производства, торговли и т. д.

Кризис существенно сузил возможности ведения бизнеса для профессиональных участников рынка ценных бумаг, что привело к сокращению их количества, расширению универсализации деятельности и укрупнению институциональных образований (см. табл. 16.1).

Таблица 16.1

Сокращение количества профессиональных участников фондового рынка в 1998 г.

Вид профессиональной деятельности	Количество на начало месяца, ед		
	Январь	Июль	Декабрь
Брокерская	393	507	376
Дилерская	61	94	76
Брокерская и дилерская совместно	1102	1207	1110
Доверительное управление	—	9	8
Брокерская, дилерская и доверительное управление совместно	5	130	128
Итого:	1561	1947	1698

Значительно сократились объемы операций, проводимых профессиональными участниками через ведущих организаторов фондового рынка. Изменилась структура участия организаторов рынка в совокупном объеме фондовой торговли (см. табл. 16.2).

Структура участия в фондовой торговле в 1998 г.

Организатор торговли	Январь	Ноябрь
ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа» (ММВБ)	13	24
НП «Торговая система РТС» (РТС)	82	32
НП «Московская фондовая биржа» (МФБ)	5	44
Итого	100%	100%

Для восстановления доверия к российскому фондовому рынку Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг в течение 1997—1998 гг. предпринимала многочисленные антикризисные меры, среди которых была разработка и утверждение в Правительстве Государственной программы защиты прав инвесторов; участие в подготовке закона «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»; публичные требования отмены трехмесячной отсрочки погашения банковских задолженностей и пересмотра условий реструктуризации государственного долга; снижение требований к минимальным размерам собственного капитала профессиональных участников рынка; неоднократные приостановки торгов на фондовых площадках для защиты рынка корпоративных бумаг и т. д.

Таким образом, кризис российского рынка ценных бумаг вызвал на нем глубокие перемены. Изменились определенные правовые аспекты деятельности, уменьшилось число профессиональных участников, стала беднее номенклатура обращающихся ценных бумаг. Однако рынок продолжал жить и развиваться.

Торги на рынке ГКО—ОФЗ возобновились в январе 1999 г. Наряду с традиционными в обращении появились новые виды государственных ценных бумаг. К первым относились очередные серии ГКО с небольшим сроком обращения, низкой доходностью и относительно высокой ликвидностью, а также ранее выпущенные и ставшие малоликвидными ОФЗ. Нарицательная стоимость этих бумаг не изменилась, т. е. составляла 1 тыс. руб. Ко вторым относились среднесрочные ОФЗ с нулевым купон-

ным доходом и номинальной стоимостью 10 руб., в частности, так называемые инвестиционные ОФЗ. Эти бумаги позволяли погашать задолженности бюджету и принимались по нарицательной стоимости в оплату уставных капиталов банков. Их рыночная стоимость изменялась в пределах 15—30% номинала, поэтому они были относительно доходными и малоликвидными.

Торговый оборот рынка ГКО—ОФЗ в первой половине 1999 г. составлял всего 2,5—3,0% (в рублевой части) и примерно 1% (в валютной части) от докризисного уровня. Помимо существенного снижения ликвидности фондовых инструментов произошел значительный рост (до трех раз) уровня комиссии ММВБ, взимаемой с профессиональных участников рынка. Все это свидетельствует об утрате рынком государственных ценных бумаг своей былой привлекательности.

Рынок корпоративных ценных бумаг, в частности акций, пострадавший значительно сильнее от кризиса, начал проявлять первые признаки оживления в середине 1999 г. В этот период котировки наиболее ликвидных акций возросли на 10—15%. Однако основные причины достаточно мощного роста котировок носили не столько экономический, сколько политический характер. *Во-первых*, как и прежде, это было связано с очередным решением международных кредиторов оказать финансовую помощь стране. *Во-вторых*, произошло повышение мировых цен на энергоносители и улучшение конъюнктуры международных рынков капитала, в частности, фондового рынка США.

В недалекой перспективе фондовые операции, очевидно, не будут приносить высоких прибылей, поэтому их экономическая эффективность приобретет первостепенное значение. Вероятно, усложнится организационная структура рынка, произойдет дальнейшее совершенствование правовой основы его функционирования и т. д. Но самый главный вывод заключается все-таки в том, что здоровый рынок ценных бумаг тождественен здоровой экономике страны.

Глава 17. Инвестиционные фонды в Российской Федерации

Экономическая система любого государства постоянно испытывает потребность в перераспределении финансовых активов от тех, кто ими обладает, к тем, кто в них нуждается. Одним из наиболее оптимальных источников денежных средств традиционно выступают сбережения населения. Потребителями же (реципиентами), нуждающимися в привлечении дополнительных финансовых потоков, являются хозяйствующие субъекты и само государство. Однако население предпочитает высоколиквидные и краткосрочные вложения, а экономика нуждается в долгосрочных инвестициях. Отмеченные противоречия служат основной причиной возникновения особых финансовых посредников, которые осуществляют перераспределение денежных ресурсов и согласование различных интересов в условиях финансового рынка. Одним из наиболее важных и наименее изученных посредников является институт инвестиционных фондов.

В зарубежных странах указанный институт играет значительную роль в финансово-кредитной сфере, а в России и ряде других постсоциалистических государств он, кроме того, стал еще и одним из наиболее эффективных приватизационных инструментов.

Необходимо признать, что институт инвестиционных фондов в России был создан искусственно в условиях отсутствия объективных причин для его возникновения (к числу последних следует отнести достаточно высокий уровень развития экономических отношений в обществе, соответствующую рыночную инфраструктуру, а главное — наличие свободных денежных средств у потенциального инвестора — населения). Этот институт в России стал одним из наиболее эффективных инструментов в реализации программы массовой приватизации объектов промышленной сферы. Именно необходимость преобразования отношений собственности послужила поводом к появлению особого документа — приватизационного чека, в связи с чем был сформирован и новый рыночный институт, аккумулирующий приватизационные чеки, — чековые инвестиционные фонды, которые с окончанием чекового этапа приватизации фактически утратили свои позиции на финансовом рынке страны.

В историческом плане институт инвестиционных фондов сравнительно молод. Он зародился в Европе в прошлом столе-

тии. В России же инвестиционные фонды существуют менее десяти лет, что и объясняет отчасти отсутствие комплексных правовых разработок в данном направлении.

Отдельные стороны института инвестиционных фондов рассматривались в современных российских публикациях, относящихся к фондовым рынкам, инвестиционной и управленческой деятельности. Однако большинство таких работ имеет экономическую направленность и преследует сугубо прикладные цели.

17.1. Причины возникновения инвестиционных фондов

Начало 90-х годов для России ознаменовалось бурными переменами как в политической, так и в экономической жизни. На первый план выдвинулась проблема реформирования отношений собственности. С этой целью Правительством РФ было принято решение о начале массовой приватизации государственного имущества.

В 1993 г. экономист М. Гельвановский писал: «Во всех странах и во все времена процесс распределения собственности — один из наиболее деликатных и болезненных. На формирование класса современных собственников на Западе ушло несколько веков. Между тем Россия в действительности стоит перед эпохальным событием: приватизация... в том виде, как ее задумали авторы, будет означать молниеносное по историческим меркам и гигантское по масштабам перераспределение собственности, сравнимое лишь с большевистской революцией 1917 г.»¹.

Приватизация вызвала к жизни первую российскую «свободно конвертируемую» ценную бумагу — приватизационный чек (ваучер)². Приватизационный чек — это особая государственная ценная бумага на предъявителя. Посредством такого документа удостоверялось право российских граждан на безвозмездное приобретение части государственного имущества (акций приватизируемых предприятий и иных объектов)³.

¹ Вопросы экономики. — 1993 — № 10. — С. 64—65.

² Следует заметить, что термин «ваучер» не имеет официального толкования. Скорее всего, он заимствован из обиходного лексикона американских брокеров и получил широкое распространение в России благодаря своей лаконичности.

³ Необходимо отметить, что ряд ученых вполне обоснованно полагают, что приватизационный чек не обладал наиболее существенными признаками ценной бумаги — не закреплял конкретного субъективного права и не являлся самостоятельным основанием для возникновения такого права. В.А. Белов, например, утверждает, что «применявшийся в России приватизационный чек является по своей правовой природе не ценной бумагой, а денежным суррогатом» / См. Белов В.А. Ценные бумаги в российском гражданском праве. — М., 1996. — С. 60.

Ваучерная приватизация стала первым этапом массового приватизационного процесса. В ней мог участвовать любой гражданин России, а затем такое право получили и иностранцы (нерезиденты). Приватизационный чек можно было свободно купить и продать, причем как на биржевом, так и на внебиржевом рынке (фондовые биржи ежедневно публиковали котировки курса ваучера). Кроме того, его можно было подарить, заложить, обменять и, наконец, применить по назначению, т. е. приобрести акции приватизируемых предприятий.

До чековой приватизации в России также был возможен переход права собственности на государственное имущество к частным лицам. Однако этот процесс был весьма сложен. Например, ст. 10 Основ законодательства СССР об аренде (не применяются в Российской Федерации с 1 марта 1996 г.) предусматривала возможность выкупа арендованного имущества арендатором на условиях и в сроки, предусмотренные договором аренды. Объектами аренды признавались земля, ресурсы, предприятия и их структурные единицы, имущественные комплексы, здания, сооружения, оборудование и другое имущество.

В то же время законодательством были предусмотрены и закреплены ограничения на сдачу в аренду отдельных объектов.

В качестве арендодателей выступали государственные хозяйственные органы, которые были наделены контрольными функциями в отношении арендуемого имущества. По справедливому замечанию Г.С. Шапкиной, отраслевые органы хозяйственного руководства часто создавали необоснованные препятствия, затрудняющие формирование арендных предприятий¹. Договоры аренды, как правило, заключались на исключительно невыгодных для арендаторов условиях либо их заключению предшествовала мучительная борьба с бюрократическим аппаратом, не желавшим принимать новые экономические реалии и выпускать из своего ведения рычаги управления хозяйственными объектами. Свидетельством тому служили многочисленные споры, поступавшие в тот период в органы арбитража².

Необходимо также учитывать, что аренда с правом выкупа действительно приводила к смене собственника, но о приватизации как таковой говорить было рано. Общественная мораль не была готова к восприятию приватной, т. е. частной собствен-

¹ Комментарий арбитражной практики. — Вып 21 — М., 1991. — С 3.

² Там же С. 3—20.

сти. Это отразилось и на законодательстве. Закон СССР «О собственности в СССР», который вступил в силу 1 июля 1990 г., устанавливал три основных вида собственности на территории Союза ССР: собственность граждан, коллективную и государственную¹. Термин «приватизация» зачастую подменялся словами «разгосударствление» и «деэтизация».

Понятие частной собственности появилось позднее, в Законе РСФСР «О собственности в РСФСР» от 24 декабря 1990 г., который вступил в силу с 1 января 1991 г. Начиная с этого периода, приходит осознание того, что в целях создания социально ориентированной экономики необходимо коренное преобразование отношений собственности во всех сферах жизнедеятельности государства путем приватизации государственного и муниципального имущества.

В июле 1991 г. был принят Закон «О приватизации государственных и муниципальных предприятий в РСФСР», который подробно регламентирует порядок перехода права собственности в частные руки². Закон учредил специализированные органы во главе с Государственным комитетом по управлению государственным имуществом, на которые была возложена вся ответственность за успешное и плодотворное проведение приватизации. Государственному комитету РСФСР по управлению государственным имуществом поручались разработка и представление в Совет Министров РСФСР Государственной программы приватизации и ряда сопутствующих документов, конкретизирующих ее положения в части правил оценки приватизируемого имущества, порядка проведения аукционов и конкурсов и др.

С этого момента формально в процесс приватизации мог включиться любой желающий (за исключением юридических лиц, доля государства в уставном фонде которых превышала 25%). Однако на практике таких желающих оказалось немного. Камнем преткновения явилось отсутствие финансовых возможностей. Средств на приобретение акций приватизируемых предприятий не было ни у трудовых коллективов, ни у большинства населения России. Поэтому, несмотря на ряд принятых документов, в 1992 г. приватизация не приняла массовый характер.

¹ Ст. 4 Закона СССР «О собственности в СССР» от 06.03.90 г.

² Имеется в виду Закон РФ от 03.07.91 г. № 1531-1 «О приватизации государственных и муниципальных предприятий в Российской Федерации» // Российская газета. — 1991 — 19 июля

Именно в целях обеспечения интересов населения и проведения реформ более эффективными темпами было решено ввести механизм чековой приватизации. Вопрос о целесообразности избранной Правительством и Государственным комитетом по управлению имуществом (в дальнейшем ГКИ) концепции приватизации, по всей вероятности, еще долго не получит однозначного разрешения. Пожалуй, следует согласиться с мнением ряда зарубежных исследователей, которые считают, что это был наиболее оптимальный из всех осуществимых в короткие сроки вариантов¹.

Как образно выразился в свое время бывший заместитель председателя ГКИ Д.В. Васильев, «...наличие ваучеров еще не делает человека собственником, как наличие диплома — интеллигентом... кто и как им распорядится, будет зависеть от склонности к бизнесу и от удачи»². В подтверждение этого высказывания можно привести поистине беспрецедентные примеры из истории приватизационных аукционов. В частности, работники Тюменского энергетического комплекса, вложившие приватизационные чеки в АО «Тюменьэнерго», получили за каждый чек акции, общая рыночная стоимость которых оценивалась в то время в сумму, эквивалентную 2,8 тыс. долл. США, а акционеры АО «Ростелеком» — 500 долл. США за каждый чек.

При этом, бесспорно, подавляющее большинство населения России, которому не посчастливилось работать или иметь отношение к привилегированным промышленным объектам, не смогли выгодно реализовать свои приватизационные чеки.

Приватизация стала мощнейшим импульсом восстановления полноценного имущественного оборота, фондовой торговли в России и вызвала к жизни новые рыночные институты, в частности, как уже говорилось, чековые инвестиционные фонды. В 1992 г. в соответствии с указами Президента РФ от 7 октября 1992 г. № 1186 и от 26 октября 1992 г. № 1304 были созданы 672 специализированных инвестиционных фонда приватизации государственных и муниципальных предприятий (в дальнейшем

¹ Р. Медведев в своих книгах «Капитализм в России?» и «Народная приватизация» в России. Чубайс и ваучер» приводит высказывание одного из главных в те годы советников российского Правительства А. Ослунда (Стокгольмский институт экономики восточной Европы). «В России нужно проводить приватизацию как можно быстрее. Особенность России в том, что, если не успеть продать собственность народу, ее просто раскрадут» См.. *Медведев Р. Капитализм в России?* — М., 1998. — С. 178.

² Портфель приватизации и инвестирования. (Книга собственника Книга акционера. Книга инвестиционного менеджера) / Отв.ред. Ю.Б. Рубин, В.И. Солдаткин — М., 1992 — С 6

чековых инвестиционных фондов (ЧИФ) и чековых инвестиционных фондов социальной защиты (ЧИФ СЗ), которые аккумулировали до 50 млн приватизационных чеков. Их акционерами стали более 20 млн россиян.

Подавляющее большинство ЧИФов и ЧИФов СЗ участвовали в аукционах приватизации, где за приватизационные чеки покупались акции приватизировавшихся предприятий.

Деятельность инвестиционных фондов регламентировалась указами Президента РФ. В них декларировались определенные льготы. Например, ЧИФам СЗ разрешалось создавать страховые фонды (с отчислением не более 20% прибыли), осуществляющие в пределах этих средств страхование здоровья и жизни своих акционеров, по договоренности с акционером выплату части дивидендов в виде оплаты услуг, в том числе ритуальных, и потребительскими товарами. Устанавливались также и ограничения (ЧИФам СЗ запрещалось вкладывать более 10% своих активов в акции предприятий одной отрасли народного хозяйства и приобретать более 5% акций одного эмитента).

Правительству РФ еще в 1992 г. предлагалось подготовить и внести в Верховный Совет РФ предложения по предоставлению льгот по налогообложению ЧИФам СЗ. Впоследствии основные положения Указа Президента РФ от 26 октября 1992 г. № 1304, делающие ЧИФы СЗ именно фондами социальной защиты, так и не были выполнены. Льготы по налогообложению не предоставлялись, а за попытку создания некоторых фондов, разрешенных данным Указом, налоговая инспекция начисляла штрафы.

В соответствии с требованиями вышеперечисленных указов ЧИФы участвовали в чековых аукционах, приобретая мелкие пакеты акций предприятий в различных отраслях народного хозяйства. В результате ЧИФы стали обладателями неликвидных пакетов акций десятков и сотен предприятий, разбросанных по всей стране.

В указах, на основании которых создавались и действовали ЧИФы, содержались ограничения на виды деятельности. Так, ЧИФы имели право заниматься только портфельными инвестициями. Это привело к тому, что активы ЧИФов образовывались исключительно из акций приватизированных предприятий и к середине 90-х годов выяснилось, что эти активы практически неликвидные.

Поэтому с окончанием чекового этапа приватизации, как уже отмечалось, институт инвестиционных фондов фактически утратил свои позиции на финансовом рынке страны. Начиная с

середины 90-х годов очередной передел собственности в промышленности в виде банкротства огромного количества предприятий по всей стране, с одной стороны, и двойная система налогообложения — с другой приводят к резкому сокращению активов ЧИФов.

В создавшихся условиях в результате действия и бездействия законодательной власти и государственных органов возникла необходимость преобразования ЧИФов в открытые акционерные общества (ОАО). В настоящее время действует 314 ОАО (бывших ЧИФов), акционерами которых являются более 10 млн российских граждан. Балансовая стоимость их активов составляет более 1,5 млрд руб. (а рыночная в зависимости от оценок — от 15 до 70 млрд руб.). Эти фонды владеют акциями тысяч предприятий.

Обеспечивая интересы и защищая права своих акционеров, бывшие ЧИФы вынуждены самостоятельно осуществлять различные виды деятельности, направленные на оптимизацию их инвестиционных пакетов, некоторые из которых относятся к профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и должны быть лицензированы. Однако Положение о лицензировании различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации, утвержденное постановлением ФКЦБ от 23 ноября 1998 г. № 50, запрещает совмещение профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг с иными видами предпринимательства. Следовательно, лицензия для ОАО, бывшего ЧИФа, должна предоставлять ему соответствующий юридический статус и право относить на себестоимость финансовые затраты, связанные с деятельностью на рынке ценных бумаг и по управлению собственными активами.

Перечисленные проблемы, образовавшиеся в деятельности ОАО, дали импульс к возникновению в России нового вида инвестиционных фондов — *паевых инвестиционных фондов (ПИФов)*. В отличие от других форм коллективного инвестирования, которые рождались в правовом вакууме, ПИФы стали создаваться только после того, как Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг разработала и приняла солидную правовую базу.

ПИФы в отличие от акционерных инвестиционных фондов созданы не в форме юридического лица. Эта конструкция стала новшеством для российского законодательства и потребовалась для того, чтобы избежать двойного налогообложения, которое душит ОАО. Чтобы ПИФ не оказался «мертворожденным», его «родители» пошли на такое ухищрение, как создание его без об-

разования юридического лица. Они воспользовались тем, что имущество и его прирост, полученный в процессе доверительного управления, согласно действующему российскому законодательству налогом на прибыль не облагаются.

Однако у этого института проявились и побочные эффекты. *Во-первых*, ПИФу не нужен штат руководителей и служащих. Правда, они есть у управляющей компании и требуют средств на свое содержание. Но поскольку одной компании разрешено управлять одновременно несколькими ПИФаами, это позволяет снизить расходы на содержание административно-управленческого персонала.

Во-вторых, так как ПИФ — не акционерное общество (которое обязательно лицо юридическое), у него нет совета директоров, правления или дирекции, ему не требуется проводить общие собрания акционеров, поэтому не возникает трудностей, которые сейчас ставят в сложное положение любое акционерное общество со значительным числом акционеров. Это с одной стороны, а с другой — пайщики ПИФа, не будучи акционерами, «свободны» не только от их обязанностей, но и от прав, в том числе права участвовать в управлении фондом и получать дивиденды. Не могут они рассчитывать и на проценты в отличие от владельцев облигаций компаний.

Таким образом, на сегодняшний день в России существует два основных вида инвестиционных фондов: **акционерные** и **паевые**. В чем заключаются их основные сходства и различия рассмотрим ниже.

17.2 Понятия инвестиционной деятельности и инвестиционных фондов

Как любое сложное явление, инвестиционный фонд обладает рядом существенных признаков, каждый из которых может быть положен в основу определения его категориальной принадлежности.

Инвестиционные фонды в России функционируют исключительно в сфере обращения ценных бумаг. Следовательно, их можно отнести к категории профессиональных участников фондового рынка.

Инвестирование в ценные бумаги российским законодательством определено как исключительный вид деятельности для подобных фондов. Таким образом, по роду деятельности инвестиционный

фонд можно отнести к категории инвесторов, к инвестиционным институтам. Обе обозначенные выше категории не получили пока должного юридического толкования.

В Законе РСФСР «Об инвестиционной деятельности в РСФСР», принятом 26 июня 1991 г.¹, говорится, что инвестиционная деятельность — это инвестирование, вложение инвестиций (денежных средств, целевых банковских вкладов, акций и др.) в объекты предпринимательской и других видов деятельности в целях получения прибыли, а также совокупность практических действий по реализации инвестиций (ст. 1). Это значит, что понятием инвестиционная деятельность охватывается не просто вложение инвестиций, но и практическая реализация последних. В той или иной степени вопросы инвестирования затрагивались в советский период в исследованиях, посвященных зарубежным странам².

Однако особое внимание правовому регулированию инвестиций и инвестиционных отношений стали уделять на заре рыночных преобразований в российской (тогда еще советской) экономике. Одним из основоположников фундаментальных исследований в области правового регулирования инвестиционной деятельности является А.Г. Богатырев³.

В своей монографии он комплексно исследует инвестиционные отношения, в особенности их международно-правовой аспект. Бесспорно, что совокупность правовых норм, регулирующих анализируемые отношения, представляет собой особый законодательный комплекс. Однако стремление автора выделить

¹ Закон РСФСР от 26.06.91 г. «Об инвестиционной деятельности в РСФСР» с изм. и доп. от 19.06.95 г. и 25.02.99 г. // Ведомости СНД РСФСР и ВС РСФСР. — 1991. — № 29 — Ст. 1005. Данный Закон РСФСР признается недействительным в части норм, противоречащих Федеральному закону РФ от 25.02.99 г. «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» Законом встает вопрос, в чем же отличие обычных инвестиций от инвестиций в форме капитальных вложений. Представляется, что такое различие бессмысленно, поскольку, по справедливому замечанию А.Г. Богатырева, инвестиции — это и есть капитальные вложения / См. *Богатырев А.Г. Инвестиционное право.* — М., 1992. — С. 44

² В монографии проф. Н.А. Куфаковой рассматриваются некоторые аспекты инвестиционных отношений, возникающих в развивающихся странах. Особое внимание в работе уделено таким инвестиционным институтам, как банки развития и инвестиционные банки / Подробнее см.: *Куфакова Н.А. Финансовое право развивающихся стран.* — М., 1998. — С. 14, 61—66; *Ключников К.Ф. Международные банки развития.* — М., 1974. — С. 32; *Левшин Ф.М. Проблемы создания промышленности в развивающихся странах.* — М., 1969. — С. 57—59 и др.

³ См. *Богатырев А.Г. Инвестиционное право.* — М., 1992., *Он же. Государственно-правовой механизм регулирования инвестиционных отношений;* Дис. докт. юрид. наук — М., 1996

правовое регулирование инвестиционных отношений в самостоятельную отрасль права нам кажется убедительным.

А.Г. Богатырев справедливо отмечает, что «инвестиционные отношения — это прежде всего отношения собственности и по поводу собственности»¹. В случае, когда инвестиционные отношения возникают между частными лицами, к ним применим гражданско-правовой принцип диспозитивности. Если же одним из субъектов выступает государство, то отношения регулируются на основе публично-правовых методов и принципов финансового либо международного права. Автор указывает, что «это сочетание (т. е. сочетание публично-правового и частноправового регулирования) выражает характер и существо этих отношений и представляет собой способ или метод правового регулирования инвестиционных отношений»².

На наш взгляд, в данном случае не возникает никакого нового метода правового регулирования. Представляется, что инвестиционное право как совокупность юридических норм, регулирующих специфическую группу отношений, именуемых инвестиционными, является примером комплексного института права. Отсюда и сочетание различных методов правового регулирования: частноправовых и публично-правовых.

Говоря о предмете регулирования инвестиционного права, следует согласиться с тем, что это действительно специфические, общественно необходимые экономические отношения по воспроизводству материальных и духовных благ. По своей природе они являются отношениями собственности, имеют непрерывно-циклический характер и объединяют особый круг участников-инвесторов в лице государства, физических или юридических лиц, а также субъектов со смешанным статусом (например, паевых инвестиционных фондов, индивидуальных предпринимателей и т. п.).

Необходимо отметить, что данная концепция разрабатывалась в начале 90-х годов, когда Россия находилась в глубочайшем финансовом кризисе. Этим, видимо, объясняется акцентирование внимания на иностранных инвестициях. Однако уже в то время автор указывал, что капиталовложения могут осуществляться и внутренним инвестором. Таким образом, в зависимости от источников инвестирования А.Г. Богатырев весь комплекс инвестиционно-правовых норм разделяет на две части:

¹ *Богатырев А. Г.* Указ. соч. — С. 30

² Там же. С. 33.

национально-правовые и международно-правовые¹. Каждая из названных групп в свою очередь включает нормы частного права и публично-правовые.

Инвестиционные отношения, которые мы рассматриваем, как правило, возникают внутри страны и регулируются на национальном уровне. Они охватываются и публично-, и частно-правовыми нормами.

Как отмечалось выше, инвестиционная деятельность характеризуется особым кругом участников. Они именуются инвесторами и инвестиционными институтами. Поскольку ранее мы уже определили, что к данной категории относятся и инвестиционные фонды, необходимо пояснить, что охватывают эти понятия.

Понятие «инвестор» раскрывается в нескольких нормативных актах и используется в различных смыслах. Например, в Законе РСФСР «Об инвестиционной деятельности в РСФСР» в качестве определяющего используется термин «субъект инвестиционной деятельности» и указывается, что инвесторы — это «субъекты инвестиционной деятельности, осуществляющие вложения собственных, заемных или привлеченных средств в форме инвестиций» (ст. 2 п. 3). Инвесторами могут быть физические и юридические лица, объединения физических и юридических лиц, государственные органы, органы местного самоуправления, иностранные субъекты предпринимательской деятельности, государства и международные организации.

Положение «О выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР» использует понятие «инвестор» применительно к сфере фондового рынка. В данном случае инвестор — это участник рынка ценных бумаг, «гражданин или юридическое лицо, приобретающее ценные бумаги от своего имени и за свой счет. Иностранцы граждане и юридические лица могут выступать в качестве инвесторов в соответствии с законодательством РСФСР об иностранных инвестициях» (п. 13).

Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» под инвесторами понимает «физических и юридических лиц, объектом инвестирования которых являются эмиссионные ценные бумаги»².

Рассмотренные выше варианты позволяют сделать вывод, что понятие «инвестор» можно рассматривать в широком и узком смысле. В широком смысле оно указывает на любое лицо, осуществляющее вложение свободных денежных средств в раз-

¹ Богатырев А.Г. Указ соч. — С. 31—32

² Федеральный закон от 05.03.99 г. № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» // Российская газета — 1999 — 6 марта

личные формы финансового и материального богатства. В узком смысле — применительно к сфере фондового рынка — оно означает лицо, для которого вложение средств в ценные бумаги не является основным видом деятельности. В противном случае такое лицо обязано получать специальную лицензию и будет именоваться инвестиционным институтом.

Примечательно, что термин «инвестиционный институт» используется только применительно к сфере рынка ценных бумаг¹. В Положении «О выпуске и обращении ценных бумаг на фондовых биржах» говорилось, что участниками рынка ценных бумаг являются эмитенты ценных бумаг, инвесторы и инвестиционные институты (п. 11). Далее пояснялось, что инвестиционные институты в Российской Федерации — это юридические лица, которые выступают в качестве посредников (финансовых брокеров), инвестиционных консультантов, инвестиционных фондов и инвестиционных компаний и осуществляют свою деятельность с ценными бумагами как исключительную.

Из сказанного следует, что понятие «инвестор» шире, чем «инвестиционный институт», поскольку оно подразумевает любые формы инвестирования: коллективную и индивидуальную, профессиональную и непрофессиональную. Это значит, что любой инвестиционный институт является своего рода инвестором, но не каждого инвестора можно считать инвестиционным институтом.

Следует заметить, что в свете последних изменений в российском законодательстве понятие «инвестиционный институт» утратило свою юридическую значимость. Последнее обстоятельство тем не менее не мешает использовать данный термин в научных и практических целях.

Принятый впоследствии Федеральный закон РФ «О рынке ценных бумаг» в разделе об участниках РЦБ вообще не упоминает ни инвесторов, ни инвестиционные институты. Однако здесь вводится понятие профессионального участника рынка ценных бумаг, который определен как юридическое либо физическое лицо, зарегистрированное в качестве предпринимателя и осуществляющее установленные данным законом виды деятельности: брокерскую, дилерскую, по управлению ценными бумагами, клиринговую, депозитарную, по ведению реестра владельцев ценных бумаг (акционеров), по организации торговли на рынке ценных бумаг.

¹ Письмо Министерства финансов «О лицензировании деятельности на рынке ценных бумаг в качестве инвестиционных институтов» от 21.09.92 г № 91; Положение «Об аттестации специалистов инвестиционных институтов и фондовых бирж на право совершения операций с ценными бумагами» и др

Исходя из приведенного перечня невозможно определить, являются ли инвестиционные фонды профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Более того, если следовать букве закона, то инвестиционные фонды нельзя признать профессиональными участниками, поскольку их деятельность не подпадает ни под один из указанных видов. Последнее обстоятельство послужило поводом к тому, чтобы после опубликования данного нормативного акта анализируемым субъектам было запрещено самостоятельно работать на фондовом рынке. На практике сложилась абсурдная ситуация, когда лицо, исключительным видом деятельности которого является инвестирование в ценные бумаги, было лишено возможности самостоятельно осуществлять свои функции. Инвестиционным фондам приходилось прибегать к услугам посредников, производить неоправданные дополнительные расходы.

Положение изменилось спустя два года, когда на подзаконном уровне Указом Президента РФ от 23 февраля 1998 г. деятельность инвестиционных фондов на рынке ценных бумаг была вновь легализована¹.

Тем не менее представляется неприемлемым, что в Законе «О рынке ценных бумаг» инвестиционные фонды не упоминаются среди профессиональных участников. Ввиду обозначенных причин имеет смысл дополнить гл. 2 «Виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг» Федерального закона РФ «О рынке ценных бумаг» статьей следующего содержания: «Коллективная инвестиционная деятельность. (Деятельность в качестве инвестиционного фонда.) Для целей настоящего Закона под коллективной инвестиционной деятельностью признается мобилизация средств частных инвесторов (физических и (или) юридических лиц) посредством выпуска собственных ценных бумаг и инвестирование созданного таким образом капитала в ценные бумаги других эмитентов и иные разрешенные Законом объекты. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий указанный вид деятельности, именуется инвестиционным фондом. Порядок создания и функционирования инвестиционных фондов определяется законодательством Российской Федерации».

Как указывалось выше, понятие «инвестиционная деятельность» раскрывается в Законе РСФСР «Об инвестиционной деятельности в РСФСР», согласно ст. 1 под инвестиционной дея-

¹ Указ Президента РФ от 23.02.98 г. № 193 «О дальнейшем развитии деятельности инвестиционных фондов», п. 4, 10, 11.

тельностью понимается «вложение инвестиций», т. е. денежных средств, паев, акций и других ценных бумаг, имущества, интеллектуальных и иных ценностей в «объекты предпринимательской и других видов деятельности в целях получения прибыли (дохода) и достижения положительного социального эффекта».

Для определения отличительных признаков компаний, именуемых инвестиционными фондами, представляется целесообразно сравнить их с иными инвестиционными институтами. В свете последних законодательных изменений к ним относятся финансовые посредники (брокеры и дилеры), инвестиционные компании, управляющие компании и др.

Инвестиционная компания — это юридическое лицо, которое формирует свой капитал за счет эмиссии акций и размещает эти акции исключительно среди юридических лиц. Она осуществляет сделки с ценными бумагами от своего имени и за свой счет. Последнее обстоятельство позволяет предположить, что для работы на рынке ценных бумаг инвестиционной компании необходима лицензия дилера. В этом смысле для ФКЦБ неважно, каким образом сформирован капитал претендента на лицензирование профессиональной деятельности с ценными бумагами. Решающим фактором является принадлежность капитала, с которым работает компания, а также то, от своего ли имени она совершает сделки. Это вытекает из гл. 2 Закона «О рынке ценных бумаг» (ст. 3—5). Таким образом, для российского законодательства понятие «инвестиционная компания» несколько устарело. Тем не менее на рынке работает немало организаций с подобным названием¹. Инвестиционные компании занимаются также организацией выпуска ценных бумаг и выдачей гарантий по их размещению в пользу третьих лиц.

В мировой практике к инвестиционным институтам часто относят и банки. При этом существует два подхода к проблеме сочетания обычной банковской деятельности с деятельностью на рынке ценных бумаг. Первый подход — это специализация банков, их разделение на коммерческие и инвестиционные. Данное обстоятельство характерно для ряда стран, в которых обычные коммерческие банки не имеют права работать на фондовом рынке (Япония, Великобритания, США).

¹ Необходимо отметить, что термин «инвестиционная компания» зачастую используется как универсальный применительно ко всем небанковским организациям, осуществляющим профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг / См., напр. Сизов Ю. Инвестиционные компании в России: год спустя после кризиса // Рынок ценных бумаг — 1999 — № 20 (155)

Названный подход был разработан в США в 30-е годы прошлого столетия. По мнению профессора О.А. Жидкова, указанный период характеризовался для Соединенных Штатов «небывалым размахом концентрации экономической мощи в руках монополий»¹. Страна находилась в условиях глубочайшего экономического кризиса. На этом фоне было принято несколько фундаментальных нормативных актов, касающихся регулирования отношений на фондовом рынке, и учреждена концепция разделения банков на коммерческие и инвестиционные. Был принят так называемый закон Гласса — Стигала, согласно которому коммерческие банки лишались возможности осуществлять инвестиции в корпоративные ценные бумаги, участвовать в их андеррайтинге, а также проводить какие-либо брокерско-дилерские операции с этими ценными бумагами².

Отметим, что в последнее время в США наблюдается постепенный отход от жесткой специализации банков путем расширения компетенции коммерческих банков, а также внедрения новых видов банковских операций.

В России первоначально также пытались выделить инвестиционные банки в качестве специализированного института. Однако такая практика себя не оправдала. На сегодняшний день любой коммерческий банк, желающий работать с ценными бумагами, может получить специальную лицензию и действовать на фондовом рынке. Подобного подхода придерживается большинство европейских государств (Германия, Австрия, Франция). Деятельность по управлению ценными бумагами в пользу третьих лиц на доверительной основе за вознаграждение является сравнительно молодым для России правовым институтом. Физическое или юридическое лицо, осуществляющее такую деятельность, называется доверительным управляющим. Согласно ст. 5 Закона «О рынке ценных бумаг», управляющий производит операции на рынке ценных бумаг от своего имени, но за счет доверителя.

Инвестиционный фонд, как и инвестиционная компания, формирует свой капитал путем выпуска собственных акций и

¹ Жидков О.А. Антитрестовское законодательство в США — М., 1963 — С. 137.

² Имеется в виду закон о банках 1933 г., который принято именовать Glass — Stegal Act. Существенную роль в урегулировании названных процессов сыграли также закон о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act), посвященный выпуску ценных бумаг в обращение, и закон о фондовых биржах (Securities Exchange Act of 1934), призванный регулировать вторичный рынок ценных бумаг, т. е. их обращение.

вкладывает аккумулированные средства от своего имени в ценные бумаги других эмитентов. Однако в отличие от инвестиционной компании акционерами фонда могут быть как юридические, так и физические лица.

Вообще, деление коллективных инвесторов на инвестиционные и трастовые компании, инвестиционные фонды достаточно условно и зависит от особенностей национального права той или иной страны. В Германии, например, отличительным признаком инвестиционных фондов являются их более широкие инвестиционные возможности. Германские инвестиционные компании в большинстве своем являются дочерними структурами банков. Их вложения в ценные бумаги ограничены пределами собственного капитала (обычно незначительного) и жесткими нормами законодательства. Инвестиционные фонды в Германии, напротив, обладают крупным самостоятельным капиталом и практически не имеют законодательных ограничений при выборе объектов инвестирования¹.

История инвестиционных фондов сравнительно невелика. Считается, что впервые они появились в Бельгии в 1822 г. Масовое распространение получили только в начале XX в. в Великобритании и США.

Появление подобного института в финансовой жизни общества обусловлено рядом факторов. С одной стороны, в число этих факторов входят инвестиционная активность населения и наличие свободных денежных средств, а с другой — непредсказуемость поведения частного инвестора на фондовом рынке, которое без должной организации становится хаотическим. Последнее обстоятельство способно негативно сказаться на состоянии финансового рынка в целом.

Первоначально инвестиционные фонды занимались на рынке ценных бумаг лишь консультационной деятельностью. Но постепенно завоевывая доверие мелких инвесторов, они получили возможность самостоятельно осуществлять инвестиции. Неслучайно поэтому деятельность анализируемых компаний в то время строилась в основном на доверительных, трастовых отношениях.

Таким образом, в социально-экономическом аспекте инвестиционный фонд — это институт коллективного инвестирования, который в самых общих чертах представляет собой объе-

¹ Рынок ценных бумаг и его финансовые институты / Под ред. проф. В. С. Торкановского — СПб., 1994. — С 221

диненные инвестиционные ресурсы отдельных субъектов¹. В качестве таких субъектов могут выступать как физические, так и юридические лица.

Основными задачами инвестиционного фонда являются диверсификация вложений и управление инвестиционным портфелем. Под диверсификацией вложений обычно понимают распределение накопленного капитала среди некоторого количества источников инвестирования в целях снижения риска убытков. Управление инвестиционным портфелем означает разработку и осуществление концепции инвестирования, которая позволит достичь максимального экономического эффекта при минимальных затратах.

В осуществлении указанных целей помимо самого инвестиционного фонда принимает участие и законодательно закрепленный ряд экономических и структурно обособленных субъектов: управляющая компания, депозитарий, регистратор и др.

Обозначенная схема управления коллективными инвестициями традиционна, проверена годами и успешно применяется практически во всех экономически развитых государствах.

А теперь немного о сути нормативного регулирования. Представляется, что закон как основной инструмент нормативного регулирования призван закреплять те нормы и традиции, которые прошли испытание временем и оказались наиболее удобными с точки зрения интересов конкретного социума. В связи с этим достаточно убедительно выражение К. Маркса о том, что «законодательная власть не создает закона, она лишь открывает и формулирует его». Таким образом, конкретные правовые нормы всегда следуют за практикой, за событием, объективно отражают потребности общества, проецируются на конкретные экономические и иные отношения.

Что касается рассматриваемого вопроса, то, основываясь на опыте, закон предписывает для эффективности коллективного инвестирования разделять функции аккумулирования средств, их хранения и управления ими. Непосредственно диверсификацией и управлением активами занимается управляющая компа-

¹ Под термином «инвестиционные ресурсы» следует понимать средства, превышающие покрытие необходимых расходов, а также те сбережения, которые предполагается преумножить посредством инвестиционной деятельности со всеми вытекающими отсюда рисками. Детальному рассмотрению проблемы инвестиционного риска посвящены научные исследования различных авторов / См., напр., *Криночкин И Ю.* Фактор риска в инвестиционных решениях. Автореф дисс канд экон наук — М., 1996; *Кабышев О А* Предпринимательский риск правовые вопросы. Автореф дисс . канд. юрид наук — М , 1996 и др.

ния. На депозитариев возложена функция хранения и учета ценностей (денег, ценных бумаг). Регистратор ведет учет владельцев и сделок с ценными бумагами, эмитентом которых является фонд. Сам инвестиционный фонд занимается привлечением средств путем выпуска акций или продажи паев и разработкой инвестиционных программ, т. е. определением целей инвестирования, на основании которых он заключает договоры с управляющей компанией и депозитарием.

17.3. Виды и классификация инвестиционных фондов

Выше уже отмечалось, что со временем ЧИФы были преобразованы в открытые акционерные общества (ОАО) и их деятельность в той части, которая касается организационных начал, общих для компаний с акционерным капиталом, регулируется Федеральным законом «Об акционерных обществах». Кроме того, инвестиционные фонды обладают рядом особенностей, которые были определены специальными нормативными актами — указами Президента РФ № 1186, 765 и 193. Эти акты позволяют путем сопоставления содержащихся в них положений определить особенности правового статуса инвестиционных фондов.

Прежде всего следует вновь обратить внимание на значительные расхождения в правовом регулировании деятельности инвестиционных фондов различных типов. Вышеназванный Указ Президента РФ № 1186 определял инвестиционный фонд как «акционерное общество открытого типа, которое одновременно осуществляет деятельность, заключающуюся в привлечении средств за счет эмиссии собственных акций и инвестировании собственных средств в ценные бумаги других эмитентов, торговле ценными бумагами, а также владеет инвестиционными ценными бумагами, стоимость которых составляет 30 и более процентов от общей стоимости его активов, принимает и осуществляет операции с приватизационными чеками». Данное определение довольно громоздко. Тем не менее в нем можно выделить ряд характерных признаков и особенностей. Они состоят, в частности, в том, что инвестиционный фонд:

— это юридическое лицо, в фирменном наименовании которого имеется словосочетание «инвестиционный фонд»;

— это корпорация, собственный капитал которой выражен в акциях, размещаемых посредством привлечения средств (как правило, приватизационных чеков) отдельных инвесторов в обмен на выпущенные ею акции;

— занимается инвестированием собственных средств в ценные бумаги других эмитентов;

— осуществляет торговлю ценными бумагами, в том числе приватизационными чеками;

— в общей стоимости его активов как минимум 30% (в проекте закона об инвестиционных фондах — 50%¹) составляют инвестиционные ценные бумаги.

Все эти особенности должны присутствовать одновременно.

Нормативные положения о паевых инвестиционных фондах намного лаконичнее. В Указе Президента РФ № 765 содержится определение паевых инвестиционных фондов как имущественных комплексов «без создания юридического лица, доверительное управление имуществом которых осуществляют управляющие компании паевых инвестиционных фондов в целях прироста имущества соответствующих паевых инвестиционных фондов» (п. 1). Здесь же указывается, что имущество такого фонда формируется за счет реализации физическим и юридическим лицам инвестиционных паев, являющихся ценными бумагами (п. 2). По аналогии с обычными инвестиционными фондами можно представить особенности паевых инвестиционных фондов следующим образом:

— это не корпорация, а особый имущественный комплекс или, как предлагает проект закона об инвестиционных фондах, форма деятельности по коллективному инвестированию на основе договора коллективного инвестирования;

— названное формирование не является юридическим лицом и не имеет никакой внутренней организационной структуры;

— способом образования имущественного комплекса является размещение среди неопределенного круга лиц (как физических, так и юридических) особых ценных бумаг — инвестиционных паев;

— приобретение инвестиционного пая одновременно является заключением договора о доверительном управлении денежными средствами, переданными в счет оплаты инвестиционного пая и составляющими имущество паевого фонда.

Итак, в зависимости от правового положения инвестиционные фонды могут обладать статусом *юридического лица* или выступать в качестве особой организационной формы *без образования юридического лица*. В частности, в России паевые инвестиционные

¹ Имеется в виду проект Федерального закона «Об инвестиционных фондах», внесенный Правительством РФ на рассмотрение Государственной Думы 26 сентября 1997 г. Однако до настоящего времени проект находится в процессе доработки

фонды не обладают правом юридического лица, что позволяет им избежать ряда налогов¹. В этом случае капитал фонда формируется за счет средств инвесторов, которые взамен своих взносов получают особый документ — инвестиционный пай.

По признаку выкупа собственных ценных бумаг инвестиционные фонды подразделяют на компании *открытого* или *закрытого* типа. Если учредительными документами фонда предусмотрена возможность выкупа собственных ценных бумаг, он именуется открытым. Инвестиционным же фондам закрытого типа законодательно запрещено производить выкуп собственных ценных бумаг у инвесторов.

В зависимости от организационно-правовой формы мировой практике известны инвестиционные фонды, создаваемые на корпоративных началах, в форме открытых акционерных обществ, обществ с ограниченной ответственностью, а также контрактного типа. Организационная структура последних базируется на основе договора между тремя лицами: владельцем инвестиционного портфеля (инвестором), управляющим фонда и депозитарием. При этом контракт наделяет каждого участника соответствующими функциями. Владелец инвестиционного портфеля вносит в инвестиционный фонд свой портфель активов или их денежный эквивалент и становится пайщиком (владельцем сертификата долевого участия). Управляющий (им может быть как физическое, так и юридическое лицо) берет на себя обязательство управлять совокупным инвестиционным пакетом пайщиков. Депозитарий обеспечивает сохранность активов созданного таким образом инвестиционного фонда. Контрактные формы наиболее распространены в Австрии, Германии, Швейцарии. Несомненное сходство с ними можно усмотреть и в конструкции российских паевых инвестиционных фондов.

Независимо от вида все инвестиционные фонды обладают одной характерной особенностью — вся прибыль компании должна быть распределена между акционерами. Этим обусловлено отсутствие своего управляющего органа. Управление всегда осуществляется извне на основании договора с независимым управляющим.

В отношении понятий «инвестиционный фонд» и «инвестиционная компания» следует сказать, что в отличие от России в большинстве государств между ними не проводят различий.

¹ В данном случае речь идет о налогах, плательщиками которых выступают юридические лица. налог на добавленную стоимость, налог с продаж, налог на прибыль, налог на имущество, платежи в социальные фонды и др

Как правило, эти термины используются как взаимозаменяемые и предпочтение тому или другому отдается в зависимости от сложившихся традиций. Представляется, что термин «компания», с правовой точки зрения, наиболее приемлем для юридического лица. Фонды контрактного типа, которые обычно не обладают статусом юридического лица, называть компаниями некорректно.

Закрытые инвестиционные фонды¹ — это так называемые чековые или специализированные инвестиционные фонды приватизации, а к открытым часто относят паевые инвестиционные фонды.

В данном контексте необходимо уточнить, что деление инвестиционных фондов на типы (открытый и закрытый) — это своего рода субклассификация определенного вида инвестиционных фондов. Их принято называть акционерными, они создаются в форме акционерного общества. В свою очередь паевые фонды подразделяются на открытые и интервальные². При этом паевой фонд признается открытым, если его управляющая компания берет на себя обязательство произвести выкуп своих инвестиционных паев в срок, не превышающий 15 рабочих дней с момента предъявления к ней такого требования. Интервальный фонд осуществляет аналогичные действия согласно срокам, определенным его правилами, но не реже одного раза в год.

В чем же отличие между открытыми акционерными и открытыми паевыми фондами? Оба они осуществляют выкуп своих ценных бумаг (первые — акций, вторые — паев) и, с точки зрения инвестора, абсолютно идентичны. Различия имеются в их правовом статусе. Паевые инвестиционные фонды не обладают статусом юридического лица, не имеют строгой организационной структуры, они менее стабильны, поэтому избирают довольно сдержанную инвестиционную политику, ориентируясь в основном на муниципальные ценные бумаги. Как известно, в экономически развитых странах муниципальные ценные бумаги выступают одним из наиболее популярных объектов вложения для крупного капитала. Это объясняется тем, что такие инвестиции приносят хотя и небольшой, но стабильный доход.

¹ Исходя из данного обстоятельства инвестиционные фонды названного типа предлагается именовать в дальнейшем акционерными / См. Проект Федерального закона «Об инвестиционных фондах», внесенный Правительством РФ на рассмотрение Государственной Думы РФ 26.09.97 г. Таким образом, термины «закрытый инвестиционный фонд», «акционерный инвестиционный фонд» и «чековый инвестиционный фонд» обозначают в России, по сути, один и тот же институт.

² Указ Президента РФ от 26.07.95 г. № 765 «О дополнительных мерах по повышению эффективности инвестиционной политики Российской Федерации» (п. 8) // Российская газета — 1995 — 27 июля

К тому же обязательства по ним гарантированы государством или муниципальным образованием. Однако из-за высокой цены среднестатистическому индивидуальному инвестору они практически недоступны. Эта проблема разрешается с помощью особой формы объединения небольших капиталов, которую и представляет собой паевой инвестиционный фонд.

Открытые акционерные инвестиционные фонды обладают статусом юридического лица, имеют более стабильную организационную структуру, поэтому могут себе позволить довольно активную инвестиционную политику. Это значит, что их инвестиции связаны с большим риском, однако рассчитаны на получение высокого дохода.

По целям создания российские инвестиционные фонды можно разделить на специализированные инвестиционные фонды приватизации и обычные инвестиционные фонды. Специализированные инвестиционные фонды, аккумулирующие приватизационные чеки граждан (СИФП, тот же ЧИФ), можно рассматривать в качестве своеобразных агентов правительства.

Основной их целью была мобилизация (возмездное изъятие у населения) приватизационных чеков в кратчайшие сроки¹. И с этой целью они справились вполне успешно.

В общей массе чековых инвестиционных фондов выделялись *специальные фонды социальной защиты населения*. Их также можно рассматривать как разновидность инвестиционных фондов. Эти компании в качестве основной цели своей деятельности провозглашали максимальное обеспечение чековых вложений социально незащищенных групп населения и пользовались различными льготами², которые порождали различные злоупотребления, а социальные цели чаще всего лишь декларировались.

Если акцентировать внимание *на объектах инвестирования и избираемой фондом инвестиционной политике*, то можно провести их классификацию по времени возникновения первых российских портфельных инвесторов. Этот процесс непосредственно связан с созданием и функционированием

¹ Указ Президента от 07.10.92 г № 1186 «О мерах по организации рынка ценных бумаг в процессе приватизации государственных и муниципальных предприятий» // Сб указов, положений, инструкций // Российский рынок ценных бумаг — Ч V — М, 1993 — Май

² Указ Президента РФ от 26.10.92 г № 1304 «Об использовании приватизационных чеков в целях социальной защиты населения» // Там же.

чековых инвестиционных фондов, которые, с одной стороны, были в российской практике одними из первых корпоративных организаций публичного характера, а с другой — действовали как институты коллективного инвестирования. В противоположность тому, как принято на Западе, лишь немногие ЧИФы изначально определили свою инвестиционную стратегию и последовательно осуществляли ее. Большинство меняло стратегию в соответствии с изменяющимися условиями.

Таким образом, исходя из изложенного можно сформулировать следующие выводы:

1. Как любое сложное явление, инвестиционный фонд обладает рядом существенных признаков, каждый из которых может быть положен в основу определения его категориальной принадлежности. В связи с этим инвестиционные фонды могут быть отнесены:

- к инвестиционным институтам,
- к профессиональным участникам рынка ценных бумаг,
- к особым финансово-кредитным учреждениям.

2. Правовое регулирование деятельности инвестиционных фондов в России с первых дней их существования и по настоящее время осуществляется на основе подзаконных актов. В целях сохранения и расширения их инвестиционных возможностей, а также надлежащего обеспечения интересов инвесторов необходимо ускорить принятие специального закона, в котором будут учтены и преодолены все недостатки действующего нормативного регулирования.

3. В правовом регулировании деятельности инвестиционных фондов различных типов имеются значительные расхождения. Поскольку нормативная база паевых инвестиционных фондов сформировалась несколько позже, чем других фондов, она больше отвечает предъявляемым требованиям и может быть приемлема как основа для дальнейшего совершенствования законодательства.

4. Классификационными критериями инвестиционных фондов являются: правовой статус, организационно-правовая форма, возможность выкупа у инвесторов собственных ценных бумаг, цели создания, объекты инвестирования.

Глава 18. Азиатский финансовый кризис и его влияние на рынок ценных бумаг

18.1. Основные причины кризиса в Юго-Восточной Азии

Валютные и финансовые проблемы, с которыми столкнулись страны Юго-Восточной Азии (АСЕАН) в 1997 г., для многих оказались неожиданностью, поскольку эти страны считались наиболее благополучными и служили примером для других развивающихся государств. Еще недавно восточноазиатские «тигры» демонстрировали самые высокие темпы экономического роста. Юго-Восточная Азия стала еще одним, наряду с США и Европейским союзом, «локомотивом» мировой экономики. Суть экономического «чуда», происшедшего здесь в 60–90-е годы, заключалась в необычайно быстрых темпах структурной перестройки экономики. Отсталые в недавнем прошлом страны в короткие сроки приблизились к уровню промышленно развитых.

Накануне азиатского кризиса фондовые рынки этих государств находились на подъеме и служили объектом активного вложения иностранного капитала. Тем не менее инвесторы резко изменили свое поведение, отказав в доверии правительствам этих стран, что привело к панике и массированному оттоку капиталов, ввергло их национальные финансовые системы в глубокий кризис и создало угрозу стабильности экономики. Столь очевидный контраст между недавними успехами и нынешними экономическими потрясениями приводит к выводу о том, что для этого были определенные причины, заложенные ранее в экономике этих стран.

Страны АСЕАН переживали очередной циклический подъем экономики с середины 80-х годов: в Таиланде, Малайзии, Индонезии темпы экономического роста вплоть до 1996 г. составляли 7–8% в год (см. табл. 18.1). Экономическому подъему во многом способствовали режимы фиксированных валютных курсов. Корпорации из Японии и новых индустриальных стран, стремясь застраховаться от неблагоприятных изменений курсов

своих валют по отношению к доллару, переводили в АСЕАН ориентированные на экспорт производства. Бум внутренних и внешних инвестиций сопровождался крупномасштабным импортом оборудования и сырья.

Таблица 18.1

Макроэкономические показатели стран Юго-Восточной Азии, %¹

Страны и годы	Прирост ВВП	Инфляция	Баланс по текущим операциям, в % к ВВП
Южная Корея			
1996	7,1	4,9	-1,5
1997	5,6	4,5	-2,0
1998*	-1,4	12,5	8,4
Таиланд			
1996	6,6	5,8	-7,8
1997	-0,4	5,6	-1,9
1998*	-3,6	14,5	7,1
Индонезия			
1996	8,0	7,9	-3,4
1997	4,6	6,6	-1,6
1998*	-5,8	45,0	5,5
Малайзия			
1996	8,6	3,5	-5,1
1997	6,0	2,7	-5,3
1998*	0,7	4,8	-2,3
Филиппины			
1996	5,7	8,4	-5,0
1997	5,2	5,1	-4,4
1998*	1,2	9,1	-3,7

***Прогноз.**

Высокие темпы экономического развития большинства стран Юго-Восточной Азии с конца 80-х годов вплоть до начала 1997 г. способствовали увеличению притока в них иностранного капитала в форме прямых и портфельных инвестиций. В надежде увеличить доходы в период низких процентных ставок и замедления роста ВВП в развитых странах инвесторы переводили капиталы на финансовые рынки, недооценивая связанные с этим риски. Азиатские страны в 1997 г. являлись ведущими импортерами иностранного частного капитала из числа развивающихся стран. Приток капитала способствовал существенному расширению внутреннего спроса, значительному повышению цен

¹ Источник: Financial Times, 1998 — 27 апреля

на акции и недвижимость, ускоренному росту активов и обязательств банковского сектора, а также возникновению дефицита платежного баланса по текущим операциям (см. табл. 18.2).

Таблица 18.2

**Сальдо баланса текущих операций азиатских стран
накануне финансового кризиса, % ВВП¹**

Страна	1997 г.
Индонезия	-2,9
Южная Корея	-2,8
Малайзия	-5,8
Филлипины	-4,5
Таиланд	-3,9

Финансировать дефициты счета текущих операций с помощью притока иностранного капитала помогали фиксированные валютные курсы. Для зарубежных финансовых спекулянтов вложения в Юго-Восточной Азии были привлекательны ввиду более высоких, чем на Западе, процентных ставок и больших перспектив местных фондовых рынков. Основная часть внешних заимствований приходилась на частный сектор, тогда как государственные бюджеты в большинстве стран в течение многих лет сводились с профицитом. Приток средств из-за рубежа способствовал быстрому разрастанию финансового сектора. Это в свою очередь привело к спекулятивной горячке на рынках недвижимости, буму строительства новых офисных помещений.

Кредитно-финансовые институты в ряде этих стран направляли, не хеджируя, существенную долю полученных краткосрочных капиталов в высокорисковые инвестиционные проекты, преимущественно в покупку недвижимости. Благодаря притоку капиталов цены *этих активов* быстро повышались, что привлекало все новые вложения в сектор недвижимости. Поскольку экономика стран Юго-Восточной Азии в эти годы развивалась высокими темпами, последствия такого перераспределения ресурсов обнаружились не сразу, хотя цены на активы взлетели так высоко, что их корректировка и разрыв между суммами кредитов и заложных стали неизбежны.

Несколько по-другому складывалась ситуация в Южной Корее. Корейская вона существовала в режиме не фиксированного, а «плавающего» курса. Но и здесь быстрый рост инвестиций

¹ Finance & Development, 1998 — June

привел к ухудшению торгового баланса. В ходе экономических реформ, проводившихся в 90-е годы, для корейских финансово-промышленных групп были ужесточены условия получения кредитов в местных банках, после чего предприниматели переориентировались на внешние заимствования. В итоге задолженность ведущих корейских компаний в середине 90-х годов достигала 4—5-кратного размера их акционерного капитала. Масштабированные инвестиции привели к образованию значительных избыточных мощностей.

Ситуация начала меняться с началом 1996 г. Ослабление курса японской иены по отношению к доллару ухудшило экспортную конкурентоспособность Таиланда и других юго-восточных азиатских экономик с фиксированными валютными курсами. Обострилась конкуренция стран АСЕАН с государствами «новой волны» открытых экономик, прежде всего с Китаем. На рынках Запада наметилось перенасыщение азиатской экспортной продукцией, главным образом электронной. Одновременно в Таиланде, Малайзии и Индонезии стал очевидным перегрев рынков недвижимости, где предложение далеко оторвалось от спроса, что привело к резкому снижению цен. Результатом спекулятивной горячки прошлых лет стало быстрое накопление просроченных кредитов банковскими системами. Например, в Таиланде у финансовых компаний, вовлеченных в кредитование сектора недвижимости, весной 1997 г. на долги приходилось от 25 до 50% кредитных портфелей.

В целом все эти обстоятельства и повлекли за собой перелом в отношении иностранных инвесторов к азиатским рынкам. Принципиальную схему развертывания кризиса можно представить следующим образом. Сначала происходит снижение фондовых индексов. Затем, по мере роста негативных настроений среди инвесторов, начинаются спекулятивные атаки на национальную валюту. Защита ее с помощью высоких процентных ставок обостряет проблему внешней задолженности. Издержки поддержания фиксированного курса в конце концов приводят к девальвации, что еще больше увеличивает стоимость обслуживания внешнего долга. За падением валютного курса следует падение фондовых индексов, но теперь уже гораздо более высокими темпами. В дальнейшем падение курсов акций и валютного курса происходит по спирали: одно ускоряет другое.

Таким образом, началу кризисных явлений предшествовало обострение проблем платежеспособности предприятий и банков не только внутри страны, но и по отношению к внешним партнерам. Возрастала доля краткосрочных заимствований предпри-

ятий и банков для решения проблем текущей ликвидности. На фондовом рынке проявлялась тенденция снижения курсов акций. Банки как внутри страны, так и иностранные сокращали лимиты кредитования. Обострялись проблемы рефинансирования среднесрочной и долгосрочной задолженности и у банков, и у предприятий. Возрастало число банкротств: сначала мелких банков и предприятий, затем все более крупных. Международные рейтинговые агентства понижали сперва долгосрочные, а потом и текущие страновые рейтинги, а также рейтинги банков и предприятий. Это в свою очередь резко удорожало заимствования. Продолжающееся снижение курса акций и облигаций на рынке еще более осложнило финансовое положение банков и промышленных компаний.

Следующий этап развития кризисной ситуации охватил валютный рынок. Иностранные инвесторы, обеспокоенные ситуацией на финансовом рынке, начали сворачивать предоставление кредитов и выводить средства из страны. Возрастало давление на валютный курс. В этих условиях способность правительств стран с режимом «валютного якоря» поддерживать конвертируемость национальной денежной единицы была ограничена золотовалютными резервами и возможностями заимствовать средства за границей — и те и другие резко уменьшаются при ухудшении валютно-финансового положения страны. Центральные банки приступили к интервенции в поддержку курса национальной валюты, а также предприняли меры для того, чтобы сбить нарастающую спекулятивную игру на понижение курса национальной валюты. Усилившиеся спекуляции заставили их отменить действовавший валютный режим.

Вопрос о том, способен ли центральный банк и достаточны ли предпринимаемые им меры по удержанию валютного курса от девальвации, был ключевым в развитии кризисной ситуации для каждой из стран. Это был прежде всего вопрос доверия к экономической, финансовой и денежно-кредитной политике правительства и центрального банка. Когда это доверие иссякло, спекулятивное давление на валютный курс переросло в валютную панику среди населения, оно начало снимать деньги со своих счетов в банках и переводить их в валюту. А массовое изъятие вкладов населения из банков и перевод сбережений в валюту — это путь к серьезным потрясениям банковской системы, системы государственных финансов, поскольку привлеченные банками средства населения вложены в основном в государственные ценные бумаги, а также путь к неизбежной девальвации национальной валюты. Поскольку правительствам стран

Юго-Восточной Азии путем интервенций и повышения валютных ставок не удалось защитить паритет своих национальных валют, произошло их обесценивание. Фондовые рынки также были обрушены.

В июне—августе 1997 г. из-за оттока краткосрочного капитала произошла резкая девальвация валют стран Юго-Восточной Азии: тайландский бат подешевел к сентябрю почти на 30%, валюты Индонезии, Малайзии, Филиппин — на 15—20%. Продолжение последовало в конце октября, когда за один день из-за оттока краткосрочного капитала курс акций в Гонконге снизился на 13% (с начала августа снижение составило более 40%). За Гонконгом последовали все крупные и мелкие мировые биржи, включая российские. Упали на 5—10% устоявшие в ходе летнего кризиса валюты Южной Кореи, Сингапура, Тайваня. Впоследствии фондовые индексы несколько выправились, однако напряженность и неустойчивость на мировых рынках сохранялись, так как даже в ведущих развитых странах осталось ощущение потери контроля над ситуацией.

Во-первых, пришлось в очередной раз убедиться, что возможности международного перелива капитала многократно превосходят возможности методов регулирования национальных правительств и центральных банков. Ежедневный объем валютных сделок превышал 1 трлн долл., что в 50 раз больше объема всей международной торговли, и составлял 80% всех международных валютных резервов. *При этом выяснилось, что нет четкого понимания того, как правительства, международные финансовые институты и национальные центральные банки должны реагировать на подобные события.* В данном случае правительства, МВФ и центральные банки не смогли бы остановить обвал, если бы рынки сами по себе не прекратили падение.

Во-вторых, хотя события на фондовых рынках Нью-Йорка и Лондона в прошлом столетии не раз становились причиной нестабильности в странах Юго-Восточной Азии, в октябре 1997 г. впервые причины и следствия поменялись местами. Стремительно растущие экономики Китая, Южной Кореи и стран Юго-Восточной Азии, на которые уже приходится 20% мирового экспорта — больше чем на США и Японию вместе взятые, превратились в новый центр силы в мировом хозяйстве, от которого западные страны зависят, но который не контролируют.

В-третьих, очень сильно возросло могущество крупных валютных спекулянтов. Управляя фондами в десятки миллиардов долларов, они составляют теперь серьезную конкуренцию центральным банкам и международным финансовым институтам.

В частности, в подрыве валют стран Юго-Восточной Азии был виноват Дж. Сорос, который провел многомасштабные операции на валютных рынках. Крупным частным спекулянтам, если они того пожелают, в принципе теперь не составляет труда подорвать валюты и фондовые рынки не только небольших, но и средних стран.

Кроме того, во время мексиканского кризиса в декабре 1994 г. стало ясно, что правильная политика не гарантирует от «атаки на валюту». Мексиканская политика не была во всем успешной. Уже с середины 1994 г. объем тезобonos — казначейских обязательств, номинированных в валюте, превысил объем валютных резервов, что в конце концов и подорвало стабильность песо. В то же время основополагающие экономические показатели были вполне приличными, но и это не спасло мексиканскую валюту от краха.

В странах Юго-Восточной Азии, за исключением Таиланда, основополагающие экономические и финансовые показатели были еще лучше: высокие темпы роста, прежде всего, за счет экспортных отраслей экономики, высокая инвестиционная деятельность, низкая инфляция, актив или небольшие дефициты госбюджета, относительно низкий внешний долг и платежи по обслуживанию долга. Дефицит по балансу текущих операций, хотя и был значительным, покрывался притоком капитала, причем главным образом долгосрочного, а не краткосрочного. Валютные резервы казались достаточно высокими, чтобы противостоять возможному оттоку краткосрочных капиталов. Однако эти государства оказались в эпицентре кризисных событий. Падение курсов акций в октябре 1997 г. в Гонконге произошло без всяких осязаемых причин: инвесторы соглашались, что гонконгский доллар надежно обеспечен собственными валютными резервами и еще более впечатляющими резервами Китая, но все же переводили свои вложения в другие валюты.

По оценке специалистов, страны Юго-Восточной Азии стали «жертвами своего собственного успеха».

Во-первых, прежде всего успеха в развитии своего экспорта. Развитие экономики этих стран оказалось в зависимости от развития экспортных отраслей. В то же время недостаточное внимание уделялось производству для внутреннего рынка, расширению внутреннего спроса. Так, среднегодовые темпы роста экспорта Малайзии, Таиланда, Филиппин и Индонезии за период с 1986 г. по 1996 г. составляли 12,4% при среднегодовом росте ВВП за тот же период 9,6%.

Во-вторых, они стали жертвами успеха в области укрепления национальных валют. Курсы национальных валют этих стран были привязаны к доллару. Рост же курса доллара ослаблял конкурентоспособность экспорта из этих стран. Соответственно возрастали трудности в расширении экспорта стран Юго-Восточной Азии. Немаловажным фактором, ослаблявшим позиции экспортеров государств Юго-Восточной Азии на мировом рынке, стала мощная экспортная экспансия Китая, который получил заметные конкурентные преимущества на мировом рынке благодаря проведенной в 1994 г. девальвации юаня.

В-третьих, страны Юго-Восточной Азии добились значительного успеха в области либерализации и дерегулирования национального финансового рынка. Смягчение валютных ограничений способствовало росту долларизации экономики этих стран, и в первую очередь банковского сектора. Банки получили возможность осуществлять заимствования на мировом рынке под низкий процент и кредитовать внутреннюю экономику под более высокий процент. Если кредитование осуществлялось в национальной валюте, то банки несли валютный риск. При валютном кредитовании банки несли кредитный риск, риск неплатежеспособности заемщика. Рост портфеля обязательств коммерческих банков в валюте лишал центральные банки возможности выступать регулятором последней инстанции, т. е. рефинансировать обязательства коммерческих банков и поддерживать их ликвидность.

Дерегулирование финансового сектора в условиях отсутствия надлежащего надзора и контроля за деятельностью банков и других кредитно-финансовых институтов привело к увеличению числа мошеннических операций, расширило возможности для банков принимать на себя чрезмерные риски, не подкрепленные финансовыми ресурсами, что в конечном счете неизбежно вело к банкротству. Росту масштабов рисков в кредитно-финансовом секторе способствовали широкое сращивание финансового и промышленного капитала, система взаимного участия и переплетения капитала, «непрозрачность» операций на финансовом рынке. Банки действовали скорее в качестве инструмента стимулирования промышленности, чем как финансовые посредники, призванные обеспечивать перераспределение финансовых ресурсов в пользу наиболее эффективно использующих их клиентов. Банки и промышленные группы были очень тесно связаны между собой. Банковское регулирование и надзор были недостаточны, отсутствовал надлежащий внутренний контроль в самих банках. Кредитные риски недооценивались, а во многих

случаях какие-либо технико-экономические обоснования выдачи кредитов вообще отсутствовали. Широко распространилась практика выдачи кредитов с необоснованно высокими кредитными рисками. В результате государственные органы денежно-кредитного и валютного регулирования утратили контроль над ситуацией на финансовых рынках, что и привело в итоге к острым кризисным потрясениям. О серьезных структурных проблемах экономики в этих государствах, обострившихся в середине 1997 г., свидетельствовало падение курсов акций в этих государствах и снижение уровня капитализации их рынков, начавшееся еще в 1996 г. Так, за период с октября 1996 по октябрь 1997 г. уровень капитализации рынка акций Индонезии снизился на 35%, Малайзии — на 53%, Таиланда — на 70%, Южной Кореи — на 40%, Филиппин — на 53%.

Следовательно, одной из основных причин азиатского кризиса стало нарушение оптимального баланса между степенью внутренней либерализации экономик, с одной стороны, и степенью их открытости для краткосрочных иностранных инвестиций — с другой. Контроль за допуском в экономику иностранного спекулятивного капитала ослаблялся быстрее, чем позволяли объективные внутренние условия. И в конце концов риски, связанные с нестабильностью краткосрочных инвестиций, стали перевешивать преимущества, которые дает привлечение иностранных кредитов и портфельных инвестиций.

Несмотря на то что кризис на фондовых рынках стран Юго-Восточной Азии вызвал падение курсов акций на фондовом рынке США и других западных стран и свидетельствовал о возросшей степени взаимозависимости фондовых рынков, в основе падения курсов акций на развивающихся рынках и на развитых лежали разные причины.

На развитых рынках основной причиной падения курсов акций была «перегретость» фондового рынка, относительная завышенность курсов акции, чему в немалой степени способствовал ряд обстоятельств, которые характеризовали развитие фондовых рынков этих государств в 1997 г. Прежде всего, это относительно благоприятная экономическая конъюнктура в Соединенных Штатах, где сочетались сравнительно низкая инфляция со стабильными на протяжении года темпами роста экономики и достаточно высокой занятостью. Ожидание роста прибылей корпоративного сектора американской экономики подогрело спекулятивные интересы к акциям американских компаний, особенно информационных технологий, и обуславливало рост их курсов. О «перегреве» американского рынка акций неодно-

кратно предупреждал на протяжении года председатель Федеральной резервной системы (ФРС) США А. Гринспен.

Замедление роста дефицитов государственного бюджета в США и Западной Европе, снижение доходности по государственным облигациям способствовали переливу средств на рынок корпоративных ценных бумаг и поддержанию особенно высокого спроса на акции. Ожидалось, что подобная ситуация будет носить долговременный характер, так как в США, например, дефицит федерального бюджета в 1998 г. составил всего 0,5% ВВП, а к 2000—2002 гг. прогнозируется его профицит. В Западной Европе в соответствии с Маастрихтским соглашением дефицит государственного бюджета не должен был превышать 3% ВВП, а в 1997 г. он в среднем для всех стран реально составил 2% ВВП. Это создало условия для поддержания высокого спроса на корпоративные ценные бумаги в долгосрочной перспективе.

Кризис на фондовых рынках стран Юго-Восточной Азии вызвал корректировку курсов акций на западных рынках. Многие частные инвесторы, напуганные значительным падением курсов акций в странах Юго-Восточной Азии, и прежде всего обвалом на Гонконгской бирже, поспешили быстро получить прибыль. Масштабные продажи акций в Нью-Йорке вызвали резкое падение их курсов 27 октября 1997 г. Продавались акции не только американских компаний, но и иностранных — западноевропейских, латиноамериканских, восточноевропейских, а также российских, котируемых в США. В результате вслед за падением котировок на Нью-Йоркской бирже пошли вниз котировки на биржах других стран, в том числе и в России. Однако в отличие от фондовых рынков развитых государств, которые смогли оправиться от нестабильности к началу 1998 г., фондовые рынки других государств продолжали оставаться в депрессивном состоянии.

18.2. Последствия кризиса для национальных рынков ценных бумаг

Симптомы неблагополучия на финансовых рынках Таиланда стали накапливаться еще с начала 1996 г. Фондовый индекс в Бангкоке с января 1996 по май 1997 г. снизился почти вдвое. С конца февраля 1997 г. фондовые индексы устойчиво снижались и в других странах АСЕАН (Малайзия, Индонезия, Филиппины). В основе тенденции лежал отток с этих рынков денег иностранных портфельных инвесторов. Курсы валют большинства стран АСЕАН были тем или иным способом привязаны к курсу доллара США. Чтобы защитить фиксированные курсы в условиях оттока средств нерезидентов, власти вынуждены были прибегнуть к массированным валютным интервенциям и резко повысить процентные ставки. Для поддержки курса национальной валюты — бата — только в мае 1997 г. Таиланд потратил 4 млрд долл., в результате чего официальные валютные резервы упали до 33,3 млрд долл. — минимальной отметки за двухлетний период. К тому же дилеры Центробанка проводили рискованную игру, заключив форвардные контракты чуть ли не на всю сумму валютных резервов. Как следствие, к концу июня реальные резервы, находившиеся в распоряжении властей, составляли всего 1,1 млрд долл. (сумма, эквивалентная стоимости двухдневного импорта страны). Быстрое уменьшение валютных резервов и рост процентных ставок сделали очевидной проблему краткосрочной валютной задолженности восточноазиатских стран.

Таблица 18.3

Внешняя задолженность стран Восточной Азии на конец июня 1997 г., млрд долл.¹

Заемщик	Сроки погашения		Получатели					Всего
	До 2 лет	Более 2 лет	Не указан	Банки	Госсектор	Небанковский частный сектор	Не указан	
Индонезия	38,2	17,0	3,5	12,9	6,5	39,7	0,1	59,3
Малайзия	16,9	8,2	3,7	10,5	1,9	16,5	0,0	28,8
Филиппины	8,6	4,0	1,5	5,5	1,9	6,8	0,0	14,1
Таиланд	50,2	16,5	2,7	26,1	2,0	41,3	0,1	69,4
Южная Корея	74,3	16,4	12,7	67,9	4,0	31,7	0,1	104,1

¹ Источник Financial Times. — 1998 — 30 января

Внешний долг Таиланда достиг в середине 1997 г. 69,4 млрд долл., причем подавляющая его часть приходилась на долги частных компаний иностранным кредиторам. Аналогичная ситуация сложилась в Малайзии, где внешний долг за первую половину 1997 г. увеличился за это время до 59,3 млрд долл., причем больше половины этой суммы приходилось на кредиты со сроком погашения до 1 июля 1998 г. Поступление все новой информации о накопленных долгах в свою очередь усиливало негативные настроения среди иностранных инвесторов и спровоцировало изъятие ими денег.

Резкий перелом в развитии ситуации произошел 2 июля 1997 г., когда власти Таиланда вынуждены были отказаться от поддержки фиксированного курса бата и перейти к режиму «управляемого плавания». В результате его курс в июле — августе снизился почти на 20%. С середины июля активизируются спекулятивные атаки и на валюты других стран АСЕАН. На Филиппинах также произошел переход к режиму «плавающего» курса. Индонезия в августе 1997 г. была вынуждена отказаться от политики «валютного коридора», в результате чего курс национальной валюты упал с 2,6 тыс. рупий за 1 долл. на конец июня до 3,85 тыс. на начало октября. Фиксированный курс сохранила Малайзия, но и здесь произошла существенная девальвация. В августе 1997 г. МВФ объявил о выделении Таиланду стабилизационных кредитов на 16,7 млрд долл., а в октябре согласовал с Индонезией пакет срочной финансовой помощи на 40 млрд.

Новая волна кризиса зародилась после того, как международные спекулянты сделали объектом своих атак валюту Гонконга — одного из основных финансовых центров всего восточноазиатского региона. 20—23 октября 1997 г. гонконгский фондовый индекс «Хан Сен» снизился в общей сложности на 25%. Вслед за этим резкие колебания произошли на фондовых рынках всего мира: американский индекс Доу-Джонса снизился 28 октября на 7,2%, на бирже в Токио падение составило 4,3%, а во Франкфурте-на-Майне — 4,2%. В России котировки «голубых фишек» снизились в конце октября на 20—30%. Таким образом, кризис впервые вышел за границы Восточной Азии и стал глобальным.

В ноябре эпицентр кризиса неожиданно перемещается в Южную Корею. С начала 1997 г. здесь начали обостряться проблемы в корпоративном секторе, свидетельством чего явилось банкротство таких крупных компаний, как «Ханбо стил», «Киа» и «Джинро». В октябре правительство было вынуждено нацио-

нализировать активы «Киа», после чего международные рейтинговые агентства резко снизили оценки корейского государственного долга. Это совпало по времени с кризисом фондового рынка в Гонконге. В результате паника началась и среди зарубежных инвесторов, вложивших деньги в Южной Корее. Выяснилось, что внешний долг местного корпоративного сектора значительно больше, чем считалось ранее. На конец декабря 1997 г. внешняя задолженность страны достигла 153 млрд долл., причем 92 млрд долл. приходилось на кредиты со сроками погашения в пределах одного года. К концу ноября курс местной валюты упал ниже приемлемой границы — 1 тыс. вон за 1 долл., а к концу декабря была преодолена отметка в 2 тыс. вон. В декабре МВФ согласовал с корейским правительством пакет срочной финансовой помощи на 21 млрд долл.

К началу января 1998 г. выявились серьезные проблемы с проведением стабилизационной политики в Индонезии. Правительство внесло в парламент малореалистический проект бюджета, который расходился с параметрами, согласованными с МВФ. Рынок отреагировал на это падением курса рупии до 10 тыс. за 1 долл., а фондовый индекс снизился сразу на 12%.

Практически одновременно в Гонконге потерпела банкротство крупнейшая инвестиционная компания «Перигрин», один их столпов местного финансового рынка. Непосредственной причиной этого явился невозврат кредитов, выданных индонезийской фирме — оператору линий такси «Стэди сейф», руководство которой было связано с семьей президента Сухарто. 13 января 1998 г. гонконгский фондовый индекс упал на 9%, импульсы кризиса вновь распространялись по всему миру. В конце января Индонезия подписала с МВФ новое соглашение, которое было направлено на ужесточение финансовой политики и быстрое проведение реформ.

В феврале—апреле 1998 г. фондовые индексы в регионе были по-прежнему подвержены резким колебаниям, но постепенно наметилась тенденция к стабилизации и росту. К концу марта 1998 г. фондовый индекс в Таиланде повысился на 53%, а в Южной Корее — на 52% по сравнению с началом года. Валютные курсы также постепенно стабилизировались. Однако в середине мая в Индонезии положение на фондовом и валютном рынках продолжало ухудшаться, что переросло в политический кризис. Это было спровоцировано отменой в соответствии с требованиями МВФ государственных субсидий на энергоносители, вызвавшей резкий скачок потребительских цен. В стране начались массовые беспорядки. Торги на фондовой бирже были

временно приостановлены. Рупия, стабилизировавшаяся в апреле 1997 г. на уровне около 8 тыс. за 1 долл., упала до 15 тыс.

Из других стран региона наиболее сильно пострадала Южная Корея, где фондовый индекс снизился до минимальной за 11 лет отметки. Кризис вновь вышел за рамки региона. Волна девальваций на этом этапе захватила и японскую иену, которая в начале июня достигла минимальной за последние семь лет отметки в 140 за 1 долл. Распространились слухи о возможной девальвации юаня КНР, что означало бы новый тур девальваций в регионе.

Различными были не только причины, но и формы кризисных проявлений на фондовых рынках развитых и развивающихся государств. На рынках развитых стран, в первую очередь США, наблюдалось как резкое падение, так и не менее резкий рост курса акций, что создавало картину затухающих колебаний с общей тенденцией замедления темпов роста. На рынках развивающихся стран обвальное падение курсов акций было растянуто во времени, а следовавший за ним рост был менее выражен. Продавцы ценных бумаг были не в состоянии продать их в полном объеме и за короткий промежуток времени. В результате процесс реализации акции растягивался во времени, а снижение их курса имело вид ступенчатого понижения.

От мирового финансового кризиса, начавшегося с валютных неурядиц Малайзии и Гонконга, особенно пострадали финансовые рынки новых индустриальных стран Азии и Латинской Америки и трансформируемых государств, из которых начался катастрофический отток капиталов. Ощутимый удар был нанесен экономике и КНР, для которой Гонконг традиционно был источником валюты и инвестиций. По оценкам экспертов, из-за структурных диспропорций гонконгскому фондовому рынку потребуется для восстановления несколько лет. Обескровливая новые рынки капиталов, мировой финансовый кризис замедлил экономический рост в развивающихся и трансформируемых странах. Последствия финансового кризиса в Юго-Восточной Азии ощутили на себе не только государства региона (см. табл. 18.4), но также в большей или меньшей степени практически все развивающиеся страны. Они проявились в переоценке со стороны зарубежных инвесторов инвестиционной привлекательности финансовых рынков развивающихся стран. Исчезла эйфория, существовавшая до кризиса, в отношении быстрого развития и высокой доходности операций на рынках развивающихся стран. За этой переоценкой последовала реструктуризация портфелей местных и международных инвестиционных

компаний, сопровождавшаяся сокращением инвестиций в ценные бумаги развивающихся стран. Замедление притока инвестиций капитала в развивающиеся страны стало одним из основных следствий кризиса в Юго-Восточной Азии.

Таблица 18.4

Последствия финансового кризиса в отдельных странах Юго-Восточной Азии (1 июля 1997 — 18 февраля 1998 г.)¹

	Падение курса национальной валюты, %	Падение курсов акций на фондовых биржах, %	Капитализация рынка акций на октябрь 1997 г., млрд долл	Капитализация рынка акций на февраль 1998 г., млрд долл
Индонезия	73,5	81,2	55,2	15—20
Южная Корея	48,1	32,3	91,8	55—65
Таиланд	43,2	47,9	33,9	15—20
Малайзия	33,3	59,0	139,2	70—80
Сингапур	13,2	45,0	—	—
Гонконг	0 (прикреплен к доллару)	36,6	—	—

Другим неблагоприятным последствием стало снижение потребительского спроса в странах Юго-Восточной Азии, уменьшение импортных потребностей, с одной стороны, и расширение их экспортной экспансии — с другой. Значительное обесценивание валют создает серьезное конкурентное преимущество экспортерам этих стран. Результатом стали негативные изменения в торговых и платежных балансах многих государств — партнеров стран Юго-Восточной Азии.

Незадолго до азиатского биржевого кризиса недельная (16—23 октября) амплитуда колебаний индекса Доу-Джонса составила 250 пунктов. Причиной этого явилось опубликование квартальных отчетов компаний, прибыли которых не соответствовали ожиданиям инвесторов: одних они сильно разочаровали, у других — превзошли все прогнозы. Сильные колебания фондовых индексов спровоцировали нервозность участников рынка. В этих условиях подъем учетных ставок мог выявить чрезмерно завышенные ожидания инвесторов и спровоцировать обвал фондового рынка.

Тогда с заявлением о сильно раздутом курсе акций на Нью-Йоркской бирже выступил глава ФРС А. Гринспен, который от-

¹ *Источники:* Financial Times, 1998. — 20 февраля; Emerging Market Intestar @ January.

метил, что с середины 1995 г. в США шло непрерывное повышение курса акций, которое когда-то должно приостановиться. Детонатором взрыва на фондовом рынке США послужили действия американских инвестиционных фондов в Юго-Восточной Азии. Еще в середине октября они предпринимали новые атаки на гонконгский доллар, воспользовавшись валютным кризисом в регионе. Пытаясь не допустить девальвации, власти Гонконга провели массированные интервенции.

Гонконг — второй после Японии крупнейший финансовый рынок на Дальнем Востоке — обладал мощными золотовалютными резервами. О готовности поддержать гонконгский доллар в создавшейся ситуации всеми своими резервами объявило правительство КНР. Тем не менее гонконгские власти прекратили интервенции и резко повысили учетные ставки. Подъем ставок негативно сказался на «перегретом» фондовом рынке Гонконга и привел к его обвалу: сводный индекс Hang Seng 28 октября 1997 г. упал сразу на 15%, а общее падение цен на акции крупнейших компаний достигло 33%. Это вызвало цепную реакцию на фондовых рынках мира. Особенно упали «голубые фишки» в Нью-Йорке, где индекс Доу-Джонса понизился на рекордную за всю его историю абсолютную величину — 540 пунктов, или на 7%. На биржах Японии обвал составил 4,28%, Тайваня — 5,78%, Австралии — 7,2%. На Лондонской фондовой бирже индекс Financial Times упал на 10%. Потери в результате падения курса акций оценивались в 35 млрд долл. Во Франкфурте-на-Майне совокупный индекс акций снизился на 4,24%, в том числе на 3,71% подешевели акции таких компаний, как Фольксваген и Люфтваганз. Хотя падение европейских индексов было существенным, оно не идет ни в какое сравнение с обвалом азиатских и американских индексов (в среднем на 7,5%). В Японии, чтобы прекратить панику на фондовой бирже, вынужден был выступить премьер-министр Хосимото, в США — президент Клинтон.

Самые мощные изменения происходили на фондовом рынке США. Вслед за Доу-Джонсом 27 октября упали и другие американские индексы: S&P500 — на 64,64 пункта, NASDAQ — на 115,84 пункта. Падение курса акций в Нью-Йорке продолжалось и 28 октября, сразу после начала торговой сессии индекс Доу-Джонса упал еще на 60 пунктов. Только за один этот день на Нью-Йоркской бирже поменяли владельцев 695 млн акций. Убытки понесли десятки миллионов американских семей — акционеров крупнейших американских корпораций. Но уже 29 октября IBM стала скупать свои подешевевшие акции. Те же операции проводили и другие крупнейшие фирмы. Глава

Microsoft Билл Гейтс, по оценкам потерявший 27 октября 1,4 млрд долл., уже 28 октября «отыграл» 1,2 млрд долл. В результате 28 октября индекс Доу-Джонса повысился на рекордную за всю его историю величину — более чем на 300 пунктов. На американском фондовом рынке шел процесс корректировки курсов акций ведущих корпораций — IBM, Microsoft, Coca-Cola, McDonalds и др.

После падения индекса Доу-Джонса курс доллара на валютных рынках мира снизился относительно большинства основных валют, особенно японской иены, немецкой марки и швейцарского франка. Кризис на фондовых биржах вызвал панику и смятение на мировых товарных рынках. Падение цен произошло на цветные металлы, нефть, пшеницу, сою и хлопок. Торговцы опасались начала экономического спада в США и ослабления потребительского спроса на товары, производство которых продолжает увеличиваться. Инвесторы обратились к золоту как к одному из средств спасения капитала в условиях падения фондовых ценностей.

От корректировки курсов акций выиграли крупнейшие американские корпорации — ведущие экспортеры США. Они получили возможность по низкой цене скупить свои акции, расширить контроль над своими предприятиями, увеличить долю прибылей, направляемых на развитие производства и повышение конкурентоспособности. Дополнительные предпосылки для повышения конкурентоспособности американских корпораций создало вызванное биржевым кризисом падение курса доллара по отношению к другим основным валютам. После 27 октября вопрос о повышении учетных ставок ФРС был отложен. Оказалось возможным, не поднимая учетных ставок, обеспечить приток капитала в банки и помещение его в государственные ценные бумаги. Рядовые американцы, менее крупные компании и мелкие участники рынка, освободившись от стремительно дешевеющих акций, вложили остатки средств в правительственные облигации. Цена гособлигаций США поднялась, а их доходность только за 27 октября понизилась с 6,26 до 6,16% годовых. Связанное с этим снижение расходов американского правительства на обслуживание государственного долга способствовало дальнейшему сокращению дефицита государственного бюджета и оздоровлению экономики США.

Стабильное состояние американской экономики обусловило приток в США средств с финансовых рынков Азии, Латинской Америки и трансформируемых государств Центральной и Восточной Европы. Огромный экономический потенциал США,

мощные ТНК и инвестиционные компании снова проявили способность использовать, а иногда и создавать противоречия в рамках процесса глобализации рынка капиталов. Ресурсы, перебрасываемые корпорациями и инвестиционными фондами в погоне за прибылями с одних финансовых рынков на другие, неподвластны правительствам и во много раз превосходят ВВП стран, в которых они оперируют.

Азиатский финансовый кризис, разразившийся осенью 1997 г. в Юго-Восточной Азии, не оказал заметного воздействия на состояние дел в реальной экономике большинства развитых стран. В большей степени пострадали развивающиеся рынки таких стран, как Россия и Бразилия, и ряда других латиноамериканских стран. Кризис повлиял на динамику и структуру бразильского внутреннего государственного долга. Неуверенность в устойчивости бразильского реала (в условиях бюджетного дефицита и растущего отрицательного сальдо по текущим операциям) привела к оттоку средств с рынка правительственных долговых обязательств и усилению давления на национальную денежную единицу. Для поддержания реала и недопущения его девальвации Центральный банк Бразилии был вынужден прибегнуть к валютным интервенциям. За октябрь—ноябрь валютные резервы сократились на 16,2% по сравнению с сентябрем и составили 51,2 млрд долл. Ситуация усугублялась еще и тем, что в декабре 1997 — феврале 1998 г. истек срок погашения значительной суммы внутреннего государственного долга — около 60 млрд долл.

Для стабилизации положения правительство и Центральный банк предприняли следующие меры: было увеличено количество продаж индексированных к доллару векселей казначейства и Центрального банка. Рекордный их объем был размещен на рынке в ноябре 1997 г. — около 5,5 млрд долл. В результате сумма обязательств по данным видам ценных бумаг составила более 12% внутреннего долга федерального правительства, при этом на 7 процентных пунктов был превышен установленный Центральным банком предельный объем (20% от размера валютных резервов страны) краткосрочной задолженности; временно сокращен (с шести до двух месяцев) минимальный срок обращения краткосрочных казначейских нот; для поддержания ликвидности национальных кредитных институтов Центральным банком были выкуплены правительственные ценные бумаги у банков и инвестиционных компаний на сумму 3,8 млрд реалов (курс реала в ноябре—декабре составил 1,1 за доллар); резко (с 1,58% в октябре до 3,05% в ноябре) повышена учетная ставка

Центрального банка и соответственно доходность государственных ценных бумаг.

Для погашения основной суммы внутреннего долга и в целом снижения его объема правительство Бразилии наряду с поступлениями от приватизации использовало механизм конверсии внутренней задолженности во внешнюю. Однако ввиду масштабности привлекаемых портфельных инвестиций и возросшей зависимости экономики от притока иностранных ресурсов Бразилии не удалось избежать последствий финансового кризиса в Юго-Восточной Азии. Объем ресурсов, изъятых иностранными инвесторами с рынка корпоративных бумаг, в октябре 1997 г. достиг 1,3 млрд долл., а за первую неделю ноября превысил 4,5 млрд. Котировки акций упали в среднем на 35—40%, индекс Bovespa снизился на 39% (индекс отражает котировку акций 51 компании, наиболее активно торгуемых на бирже в Сан-Паулу).

Среди мер, принятых правительством и Центральным банком по поддержке рынка корпоративных бумаг, можно назвать также открытие «Национальным банком социального и экономического развития» специальной кредитной линии в 1 млрд реалов для финансирования покупки государственными и частными компаниями собственных акций за 50% от их продажной цены. Для стимулирования инвестиций в акции применялись и меры фискального характера, в частности более льготное налогообложение операций с акциями по сравнению с другими инструментами фондового рынка. Так, с 1 января 1998 г. ставка налога на доходы от операций с ценными бумагами с фиксированным доходом была повышена с 15 до 20%, в то время как применительно к акциям она осталась неизменной — на уровне 10%.

В декабре нетто-приток иностранных вложений в акции бразильских компаний составил 1,56 млрд долл., в результате чего итоговый годовой показатель достиг 12,9 млрд долл., вдвое превысив уровень 1996 г. Положительную роль в стабилизации ситуации сыграл и тот факт, что значительная часть операций с корпоративными бумагами на бразильском рынке носила стратегический, а не чисто спекулятивный характер, и это отражало стремление инвесторов укрепить свои позиции в экономике Бразилии. Кроме того, принятые экономические решения отражали доверие к системе государственной власти, что многократно усилило их положительный эффект.

18.3. Воздействие азиатского финансового кризиса на рынок ценных бумаг России и его конкретные проявления

Мировой фондовый кризис наряду с негативными моментами обнаружил и один явно позитивный — стала очевидной интеграция отечественного фондового рынка в мировую финансовую систему. Этот факт можно проследить на примере проявившихся сходств и различий финансового рынка России и рынков ряда развитых и развивающихся стран в период кризиса. Период с начала февраля 1997 по конец февраля 1998 гг. можно условно разделить на три временных отрезка, на протяжении которых индекс РТС и, следовательно, российский фондовый рынок по-разному коррелировали с другими фондовыми рынками мира (см. табл. 18.5).

Таблица 18.5

Корреляция индекса РТС и важнейших мировых фондовых индексов¹

Индекс	Страна	Предкризисный период в 1997 г (03.02—22.10)	Кризисная фаза в 1997 г (22.10—31.12)	Кризисная фаза в начале 1998 г
DJIA	США	0,89	-0,19	-0,26
NIKKEY	Япония	0,05	0,47	-0,81
KSII	Корея	0,08	0,67	-0,8
JKSE	Индонезия	-0,52	0,65	0,58
MEXICO	Мексика	0,97	0,13	0,81
BVSP	Бразилия	0,78	0,48	-0,34

В предкризисный период (3 февраля — 22 октября 1997 г.) наиболее сильно проявилась взаимосвязь между рынками России и стран американского континента. Во время фондового бума российские брокеры в своих действиях ориентировались на динамику индекса Доу-Джонса, принимая также во внимание ситуацию на крупнейших латиноамериканских рынках — мексиканском и бразильском.

Такая ориентация была вызвана преобладанием на российском рынке американских инвесторов; значительной «долларизацией» российской экономики; зависимостью отечественной экономики от американских поставок высокотехнологичного

¹ Источник: Рынок ценных бумаг. — 1998. — № 7 (118).

оборудования; попытками использования в России американского опыта строительства инфраструктуры фондового рынка и его регулирования (это прежде всего касается рынка акций), а также определенной ориентацией России на США в политической и экономической сферах.

Сходные черты имеют бразильская и мексиканская экономические системы: отсюда их сходство с Россией. Кроме того, Мексика, как и Россия, является важнейшим экспортером нефти. Эти три страны объединяло также тяжелое бремя большой внешней задолженности и реализация масштабных программ приватизации. В предкризисный период преобладал спекулятивный подход к вложению средств в этих странах.

В начальной кризисной фазе (конец 1997 г.) была характерна обратная корреляция российского фондового рынка с американским, сильное ослабление связи с мексиканским и бразильским рынками, а также появление значительной зависимости российского рынка от рынков Южной Кореи и Индонезии.

Здесь уже стало заметно разделение рынков на развитые и развивающиеся. Относительная устойчивость развитых рынков подтверждает их высокий статус, обусловленный наличием мощного и комплексного производственного потенциала, упорядоченностью денежного обращения, широко диверсифицированным набором финансовых инструментов (в том числе системой хеджирования рисков), налаженностью инфраструктуры фондового рынка. В то же время у рынков России, Южной Кореи и Индонезии все эти качества отсутствуют. Более того еще резче начинали проступать те отрицательные черты, на которых в кризисный период инвесторы концентрируют особое внимание: значительная внешняя задолженность; непрозрачность национальных финансовых институтов; нерыночный характер взаимодействия банков и промышленных корпораций; олигархические формы отношений финансово-промышленных групп; экономическая слабость и среднего, и малого бизнеса.

В этот момент также сказалась значительная вовлеченность в российский рынок ценных бумаг южнокорейских инвесторов (по некоторым данным, до 30% вложений нерезидентов в ГКО), которые были вынуждены спешно изымать средства для поддержания собственной ликвидности. Вместе с тем возникла корреляция российского рынка ценных бумаг с японским, которая совпала по времени с появлением информации об ослаблении японского фондового бизнеса и перегруженностью местных банков невозвратными кредитами.

Кризисная стадия начала 1998 г. обнаружила новую тенденцию во взаимосвязи российского и зарубежных фондовых рынков. Она выразилась в значительной обратной корреляции всех рассмотренных фондовых индексов, за исключением мексиканского, с российским. Россия вступила в самую глубокую фазу кризиса как раз в то время, когда остальные развивающиеся рынки начали постепенно выходить из него. Ухудшение ситуации в меньшей степени демонстрировала и Мексика.

Скорее всего, причинами возникновения обратных связей послужили как различия в экономическом положении рассматриваемых стран, так и неодинаковость мер, с помощью которых эти страны решали проблемы рынка ценных бумаг.

Рынок государственных ценных бумаг на протяжении первого полугодия 1998 г. продолжал оказывать решающее влияние на состояние российского финансового рынка в целом. Это определялось как его функциональной ролью, так и широким присутствием на нем нерезидентов. На 1 августа 1998 г. на долю нерезидентов приходилось 32% находившихся в обращении ГКО—ОФЗ (по рыночной стоимости, без накопленного купонного дохода), а среди резидентов основными держателями государственных облигаций были коммерческие банки (61,37%), включая Сбербанк России. Роль нерезидентов на рынке государственных бумаг в 1998 г. уже не была столь устойчивой. В то же время на протяжении большей части 1997 г., особенно вначале, наблюдался довольно массивный приток средств иностранных инвесторов на рынок ГКО—ОФЗ, что стимулировало снижение доходности гособлигаций. Хотя в 1998 г. доля нерезидентов на рынке ГКО—ОФЗ колебалась в пределах 30% и масштабный вывод их средств с рынка не наблюдалось, вместе с тем нерезиденты стали каналом, передающим влияние колебаний конъюнктуры международных финансовых рынков на российский рынок, и таким образом объективно усиливали его уязвимость в отношении к фондовым потрясениям в других странах.

Азиатский финансовый кризис оказал серьезное влияние на состояние фондового рынка России. Только в январе 1998 г. курс акций на МФБ снизился на 33%, упали в цене и правительственные облигации.

Падение стоимости корпоративных ценных бумаг поставило под сомнение привлекательность привлечения средств инвесторов, в том числе и иностранных, через российский фондовый рынок. Результатом подобной ситуации стало понижение стоимости приватизируемого имущества, был нанесен удар по до-

ходной части бюджета. Отток капиталов инвесторов заставил иностранные и российские банки продавать государственные и корпоративные ценные бумаги, переводить рубли в доллары и вывозить их за границу. Возникла опасность девальвации рубля. ЦБ РФ для поддержания курса рубля в январе 1998 г. израсходовал 9 млрд долл. валютных резервов. Было объявлено о повышении ставки рефинансирования с 28 до 42% и резервных требований к банкам в целях спасения от обвала курса правительственных ценных бумаг. Рыночная ставка по ГКО выросла до 46%. Курс рубля за январь снизился на 1,5%.

Следует заметить, что вложения в частные и государственные ценные бумаги зависят не только от учетной ставки, но и от состояния платежного баланса и бюджета.

Повышение ставки процента по заемным операциям в 1998 г. заставило Правительство РФ пересмотреть в большую сторону бюджетные расходы по обслуживанию государственного долга, так как они были заложены в размере 16—18% всех бюджетных расходов. Надо было урезать другие расходы. Но дело не только в удорожании кредита для правительства. Рост доходности ГКО продолжал в значительной степени отвлекать капиталы из производственной сферы.

Финансово-биржевой кризис стран Юго-Восточной Азии способствовал падению мировых цен на нефть и другое сырье, за счет экспорта которых живет Россия, что существенно ухудшило поступление доходов в бюджет. Поэтому для снижения бюджетных расходов Правительство стало искать пути их сокращения. Правительством были намечены следующие мероприятия: обеспечение режима экономии и проведение налоговой реформы, сокращение расходов на социальные нужды, приостановление падения производства.

Таким образом, можно предположить, что наиболее важными негативными последствиями азиатского финансового кризиса для России в то время было следующее. *Во-первых*, страх, что нерезиденты не вернуться в Россию, а это еще более отрицательно скажется на котировке ценных бумаг; *во-вторых*, станет вероятной девальвация рубля; *в-третьих*, возникнут дополнительные трудности при размещении ГКО, ОФЗ и других госбумаг; *в-четвертых*, использование валютных резервов ЦБ РФ для поддержания спроса на ГКО приведет к росту учетной ставки; *в-пятых*, огромные денежные потери кредитно-финансовых институтов, корпораций и физических лиц от падения курса корпоративных ценных бумаг.

Азиатский финансовый кризис, переросший в мировой в 1998—1999 гг., не оказал резкого влияния на состояние экономики России, что было обусловлено следующими причинами:

1. Бегство капиталов из России не привело к кризису из-за мер Центрального банка РФ и низкого уровня иностранных инвестиций (6 млрд долл. инвестиций от общего объема инвестиций в мире, составившего в 1997—1998 гг. 360 млрд долл.).

2. Появлением новых тенденций на рынке ценных бумаг: стремлением к размещению ценных бумаг на мировом финансовом рынке (Санкт-Петербург частично разместил свои бумаги на мировом финансовом рынке по низким ставкам).

3. Получением коммерческими банками синдицированных кредитов для приведения в соответствие структуры активов и пассивов. Это были итоги первого года присутствия России на мировом рынке, что оценивалось положительно. Однако все участники российского рынка: Правительство, регионы, банки, корпорации, предприятия так и не решили проблему прямых инвестиций в промышленность, что могло бы удержать корпоративные бумаги от дальнейшего снижения курса акций.

Особая роль в этом принадлежит государству, задачами которого становятся снижение стоимости обслуживания госдолга и поддержание имиджа надежного заемщика. Оправдано в этом смысле погашение части процентов Лондонскому клубу в размере 2,84 млрд долл. и недопущение на мировой рынок дотационных регионов. Без внятной целенаправленной инвестиционной политики рост ВВП России во второй половине 90-х годов не состоялся. Поэтому в условиях международного финансового кризиса следовало бы больше внимания уделить внутренним инвестициям. Однако рынок частных облигаций в России в отличие от западных стран оказался неразвитым. Ставка больше делалась на рынок акций и госбумаг.

В условиях мирового финансового кризиса 1997—1998 гг. устойчивые российские компании и кредитно-финансовые институты стремились разместить свои акции за рубежом, неся огромные издержки на международном аудите, и получить международный рейтинг. Но акции таких эмитентов оказались наиболее уязвимы. Западные компании стремились размещать средства на своих внутренних рынках ценных бумаг.

В 1997—1998 гг. в России ни рынок, ни законодательная база не обеспечивали иностранным инвесторам защиты прав и

возможных форм вложения капитала. Их пугала неурегулированность размещения средств и возврата вложенного капитала.

Крупнейшими инвесторами в России оставались коммерческие банки до финансового кризиса (дефолта) августа 1998 г., который еще больше обесценил корпоративные ценные бумаги и подорвал ликвидность банков, особенно крупных, в результате неспособности государства погасить и выплатить проценты по большому количеству госбумаг (ГКО, ОФЗ). **В результате влияние азиатского кризиса было дополнено российским дефолтом**, что окончательно подорвало и разрушило активность российского рынка ценных бумаг. Рынок госбумаг прекратил существование, курсы акций в 1999—2000 гг. оставались ниже уровня 1997 г., операции и оборот ценных бумаг сократился.

За последние два года рынок характеризовался довольно вялой торговлей частных ценных бумаг.

СОДЕРЖАНИЕ

К читателям	5
Глава 1. Ценные бумаги, их виды и особенности	6
1.1. Классификация ценных бумаг	6
1.2. Понятие ценных бумаг в науке российского гражданского права	22
1.3. Корпоративные ценные бумаги	29
1.4. Государственные ценные бумаги	36
1.5. Муниципальные ценные бумаги	50
1.6. Производные ценные бумаги	56
1.7. Международные ценные бумаги. Евробумаги	61
Глава 2. Первичный рынок ценных бумаг	69
2.1. Основные категории продавцов на рынке ценных бумаг и цели эмиссии	69
2.2. Мотивация и категории покупателей на рынке ценных бумаг	75
2.3. Организация первичного рынка ценных бумаг	79
Глава 3. Фондовая биржа	91
3.1. История возникновения фондовой биржи	91
3.2. Фондовые биржи в современной мировой экономике	98
3.3. Организационные основы деятельности фондовой биржи	100
3.4. Механизм биржевых сделок	112
3.5. Объекты биржевой торговли на фондовом рынке	129

Глава 4. Биржевые операции	134
4.1. Основные виды биржевых сделок	134
4.2. Биржевые спекуляции	143
Глава 5. Профессиональные участники рынка ценных бумаг	156
5.1. Брокеры и дилеры на фондовом рынке	156
5.2. Клиринговые организации на рынке ценных бумаг	168
5.3. Депозитарные учреждения	173
5.4. Реестродержатели	179
Глава 6. Ценные бумаги как объект гражданского права	182
6.1. Борьба с преступностью на рынке ценных бумаг	182
6.2. Защита прав владельцев ценных бумаг	197
Глава 7. Информационное обеспечение рынка ценных бумаг	204
7.1. Финансовая информация в деловой прессе	204
7.2. Фондовые индексы	219
7.3. Рейтинги ценных бумаг	228
Глава 8. Методы финансового анализа при принятии инвестиционных решений	232
8.1. Фундаментальный анализ рынка	232
8.2. Технический анализ рынка	243
8.3. Формирование портфеля ценных бумаг	252
8.4. Инвестиционный портфель акций в России	257
Глава 9. Рынок ценных бумаг США	267
9.1. Инструменты фондового рынка США	268

9.2. Организация фондового рынка	277
9.3. Организованные рынки ценных бумаг США	279
9.4. Внебиржевая торговля ценными бумагами	281
9.5. Фондовые индексы рынка США	283
9.6. Регулирование фондового рынка США	284
Глава 10. Рынок ценных бумаг Великобритании	287
10.1. Инструменты фондового рынка	287
10.2. Организация фондового рынка	293
10.3. Фондовые индексы	297
10.4. Регулирование фондового рынка	298
Глава 11. Рынок ценных бумаг Германии	309
11.1. Инструменты фондового рынка Германии	309
11.2. Фондовые индексы немецкого рынка	315
Глава 12. Рынок ценных бумаг Франции	317
12.1. Формирование и развитие французского фондового рынка	317
12.2. Реформирование французского финансового рынка в 80—90-е годы	320
12.3. Инструменты фондового рынка	324
12.4. Органы регулирования фондового рынка Франции	328
12.5. Организация Парижской фондовой биржи	333
12.6. Фондовые индексы французского рынка	337
Глава 13. Рынок ценных бумаг Японии	340
13.1. Инструменты фондового рынка Японии	340
13.2. Регулирование фондового рынка	347
13.3. Деятельность фондовых бирж	348

Глава 14. История становления рынка ценных бумаг России	351
14.1. Российская империя	351
14.2. Временное правительство	355
14.3. Новая экономическая политика	356
14.4. Централизованная экономика СССР	359
14.5. Преддверие рыночных реформ	361
Глава 15. Современные ценные бумаги Российской Федерации	364
15.1. Развитие рынка государственных ценных бумаг	364
15.2. Развитие рынка корпоративных ценных бумаг	373
15.3. Процедура выпуска эмиссионных ценных бумаг хозяйственными обществами	376
15.4. Приостановление эмиссии и признание выпуска ценных бумаг несостоявшимся	382
Глава 16. Организация и регулирование фондовой торговли в Российской Федерации	386
16.1. Государственные органы, регулирующие рынок ценных бумаг	386
16.2. Профессиональные участники рынка ценных бумаг	397
16.3. Лицензирование профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг	427
16.4. Объединения профессиональных участников рынка ценных бумаг	434
16.5. Кризис российского рынка ценных бумаг и перспективы его развития	443

Глава 17. Инвестиционные фонды в Российской Федерации	448
17.1. Причины возникновения инвестиционных фондов	449
17.2. Понятия инвестиционной деятельности и инвестиционных фондов	455
17.3. Виды и классификация инвестиционных фондов	465
Глава 18. Азиатский финансовый кризис и его влияние на рынок ценных бумаг	471
18.1. Основные причины кризиса в Юго-Восточной Азии	471
18.2. Последствия кризиса для национальных рынков ценных бумаг	481
18.3. Воздействие азиатского финансового кризиса на рынок ценных бумаг России и его конкретные проявления	490

Авторы учебника

- Дегтярева О.И.** — доцент кафедры менеджмента и маркетинга МГИМО МИД РФ — гл. 2—4, 5, 7, 10.4, гл. 12.
- Коршунов Н.М.** — заведующий кафедрой гражданского процесса Московского университета МВД России — гл. 6, 17.
- Жуков Е.Ф.** — заведующий кафедрой Денег, кредита и ценных бумаг ВЗФЭИ — гл. 18.
- Эриашвили Н.Д.** — профессор кафедры гражданского процесса Московского университета МВД России — 1.1, 1.2, 1.4, гл. 6, 16.2, 16.3, 16.4, гл. 17.
- Быков А.О.** — Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова — 16.2, 16.3, 16.4.
- Каменева Н.Г.** — профессор кафедры маркетинга ВЗФЭИ — гл. 8.
- Лебедев В.Н.** — Московский университет МВД России — 1.4, гл. 17.
- Литвиненко Л.Т.** — профессор кафедры Денег, кредита и ценных бумаг ВЗФЭИ — 1.1, 1.4, гл. 9, 11.
- Митрошина М.В.** — Московский университет МВД России — 1.1, 1.2, 1.4, гл. 6.
- Нишатов Н.П.** — доцент кафедры Денег, кредита и ценных бумаг ВЗФЭИ — 10.1—10.3, гл. 13—15, 16.1, 16.5.
- Павлухин А.Н.** — кандидат юридических наук, доцент, начальник управления Судебного департамента при Верховном Суде РФ в Рязанской области — гл. 6.

Учебник

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ И БИРЖЕВОЕ ДЕЛО

**Под редакцией
Ольги Ильиничны Дегтяревой,
Николая Михайловича Коршунова,
Евгения Федоровича Жукова**

**Редактор *Л.И. Булычева*
Оформление художника *В.А. Лебедева***

**Оригинал-макет выполнен
в издательстве «ЮНИТИ-ДАНА»**

Лицензия серия ИД № 03562 от 19.12.2000 г.
Подписано в печать 02.11.2001. Формат 60x88 1/16
Усл. печ. л. 31,5. Уч.-изд. л. 26,0
Тираж 30 000 экз. (3-й завод – 5,000) Заказ № 3283

**ООО «ИЗДАТЕЛЬСТВО ЮНИТИ-ДАНА»
Генеральный директор *В.Н. Закаидзе***

123298, Москва, ул. Ирины Левченко, 1
Тел. (095) 194-00-15. Тел/факс (095) 194-00-14
www.unity-dana.ru E-mail: unity@unity-dana.ru

Отпечатано во ФГУП ИПК «Ульяновский Дом печати»
432980, г. Ульяновск, ул. Гончарова, 14