Д.М. МАЛЬЦЕВ А.А. ГОЛУБЕВ

ФОНДОВЫЕ РЫНКИ И ФОНДОВЫЕ ОПЕРАЦИИ

Санкт-Петербург
2009

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

ФЕДЕРАЛЬНОЕ АГЕНТСТВО ПО ОБРАЗОВАНИЮ

САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
ИНФОРМАЦИОННЫХ ТЕХНОЛОГИЙ, МЕХАНИКИ И ОПТИКИ

ПОБЕДИТЕЛЬ КОНКУРСА ИННОВАЦИОННЫХ ОБРАЗОВАТЕЛЬНЫХ ПРОГРАММ ВУЗОВ

Д.М. Мальцев А.А. Голубев

ФОНДОВЫЕ РЫНКИ И ФОНДОВЫЕ ОПЕРАЦИИ

учебное пособие

Санкт-Петербург
2009

ББК 65.290

Мальцев Д.М., Голубев А.А.
Фондовые рынки и фондовые операции: Учебное пособие. – СПб.: СПб ГУИТМО; 2009. – 100 с.

Учебное пособие разработано в соответствие с программой дисциплины «Фондовые рынки и фондовые операции» и предназначено для студентов гуманитарного факультета СПб ГУИТМО, обучающихся по специальностям 080507 «Менеджмент организации», 080103 «Национальная экономика» и 080801 «Прикладная информатика (по областям)» и по направлению 080100 «Экономика».

Рекомендовано к печати на заседании Совета Гуманитарного факультета 17 ноября 2009г., протокол № 4.

Рецензент: д.э.н., проф. Колесников И.М., СПб ГУ АКП.

В 2007 году СПбГУ ИТМО стал победителем конкурса инновационных образовательных программ вузов России на 2007–2008 годы. Реализация инновационной образовательной программы «Инновационная система подготовки специалистов нового поколения в области информационных и оптических технологий» позволит выйти на качественно новый уровень подготовки выпускников и удовлетворить возрастающий спрос на специалистов в информационной, оптической и других высокотехнологичных отраслях экономики.

©Санкт-Петербургский
государственный университет
информационных технологий,
механики и оптики, 2009.

© Д.М. Мальцев, А.А. Голубев, 2009.

Содержание

	стр.
Введение	4
1. Фондовые рынки, как элемент рыночной экономики	5
1.1. Сущность деятельности и участники фондового рынка	5
1.2. Этапы развития современного российского фондового рынка	11
2. Инструменты фондового рынка	16
2.1. Акции	16
2.2. Депозитарные расписки	20
2.3. Облигации	22
2.3.1. Государственные облигации	22
2.3.2. Корпоративные облигации	23
2.4. Инструменты денежного рынка	31
2.5. Производные ценные бумаги	32
3. Структура фондового рынка	36
4. Регулирование фондового рынка	40
4.1. Задачи, методы, принципы и объекты регулирования фондового рынка	40
4.2. Функции, задачи и права федеральной службы по финансовым рынкам	45
4.3. Саморегулируемые организации (СРО) фондового рынка	48
5. Инфраструктура фондового рынка	51
5.1. Понятие, задачи и механизмы инфраструктуры фондового рынка	51
5.2. Организационные элементы инфраструктуры фондового рынка: регистраторы и биржи	54
6. Эмиссия ценных бумаг	58
7. Организация электронной биржевой торговли ценными бумагами	62
8. Раскрытие информации на фондовом рынке	66
9. Обращение, учет и передача прав собственности на ценные бумаги	70
10. Виды профессиональной деятельности на фондовом рынке	75
11. Прогнозирование цен на рынке ценных бумаг	81
11.1. Основы фундаментального анализа	81
11.2. Основы технического анализа	85
12. Эффективность фондовых операций	92
12.1. Эффективность инвестиций в акции и ее показатели	92
12.2. Эффективность инвестиций в облигации и ее показатели	96
12.3. Ликвидность ценных бумаг	98
Литература	100

Введение

Проводимые в Росси институциональные реформы не могут считаться завершенными без создания конкурентоспособного финансового сектора, способного мобилизовать и предоставить национальной экономике инвестиционные ресурсы для ее развития. Ключевыми задачами, которые должен выполнять такой важнейший элемент финансового сектора, как фондовый рынок, является обеспечение гибкого межотраслевого перераспределения инвестиционных ресурсов, максимально возможного притока национальных и зарубежных инвестиций, формирование необходимых условий для стимулирования накопления и трансформации сбережений в инвестиции.

Важнейшим качественным отличием современного этапа развития российского фондового рынка является его международное признание, доступ российских эмитентов к мировым финансовым рынкам. Среди наиболее важных событий в этой области следует отметить вступление России в Международную организацию комиссий по ценным бумагам (IOSCO), получение кредитных рейтингов Moody's, Standard & Poor's и IBCA, успешные выпуски «еврооблигаций», публикация индекса IFC Global Russia, выпуски ADR/GDR рядом компаний, включение ряда российских компаний в листинг Нью-Йоркской фондовой биржи, признание американской SEC некоторых российских банков «надежным иностранным депозитарием».

У российского рынка ценных бумаг существует значительный потенциал дальнейшего развития. В основе этого потенциала лежат такие факторы, как:

- большое число созданных в процессе приватизации и открытии новых акционерных обществ;
- значительное число предприятий, акции которых пока явно недооценены;
- интерес многих предприятий к дополнительным эмиссиям ценных бумаг;
- желание многих региональных и муниципальных органов власти осуществить выпуски своих займов (облигаций) и ряд других.

С учетом специфики развития российского фондового рынка в рамках национальной экономики в настоящий период он должен ориентироваться на следующие цели:

- перераспределение финансовых ресурсов в пользу эффективных отраслей, регионов, предприятий;
- содействие в формировании условий для экономического роста на базе инновационных технологий;
- надежная защита прав инвесторов,

- развитие процессов интеграции регионов России на основе формирования единого цивилизованного фондового рынка;

- стимулирование вложения капиталов российских инвесторов преимущественно в российскую экономику;

- превращение России в один из самостоятельных мировых центров фондовой торговли.

В этих условиях достаточно актуальной является подготовка специалистов, обладающих базовыми знаниями в области функционирования фондового рынка и сущности и технологии проведения основных операций на фондовом рынке.

Основной целью настоящего пособия является ознакомление студентов с основами и наиболее существенными вопросами функционирования фондового рынка, как с точки зрения сложившейся общемировой практики, так и применительно к конкретным условиям России.

Учебное пособие предназначено для студентов экономических специальностей и может быть рекомендовано для лиц, интересующихся теоретическими и практическими вопросами функционирования фондового рынка.

При подготовке настоящего учебного пособия, были использованы материалы, рекомендованные Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР) для подготовки и сдачи квалификационного экзамена для работы на рынке ценных бумаг.

1. Фондовые рынки, как элемент рыночной экономики

1.1. Сущность деятельности и участники фондового рынка

Рынок ценных бумаг создает возможности для взаимодействия реципиентов инвестиций и инвесторов. В результате формируется система, через которую реципиенты инвестиций могут получать средства из большого числа разнообразных источников, а инвесторы - большой круг объектов, в которые они могут вкладывать средства.

Рынок ценных бумаг предоставляет условия для двух видов инвестирования.

Во-первых, в форме облигационных займов, в рамках которой реципиент инвестиций (заемщик) будет платить комиссию за получение разрешения на использование денег в течение определенного периода времени. В большинстве случаев эта комиссия представлена в форме регулярных платежей, которые рассчитываются как процент от суммы заимствованных средств.

Во-вторых, реципиент инвестиций может предложить права собственности на часть принадлежащего ему предприятия, что не

предполагает прямого и срочного возврата средства, но позволяет новым владельцам участвовать в прибыли и, одновременно, делить с другими собственниками ответственность за управление предприятием.

Соответственно этим видам инвестирования в составе фондового рынка выделяются две составляющие: рынок облигаций (долговых ценных бумаг) и рынок прав собственности (акций).

Важным, а в ряде случаев и самым ***крупным реципиентом инвестиций на рынке облигаций являются органы государственной власти***, поскольку и центральное правительство и местные органы должны обеспечивать финансирование своей деятельности до того, как поступят доходы от налогообложения и из других источников. Кроме того, облигационные заимствования являются основной (а в ряде государств единственной разрешенной по закону) формой финансирования бюджетов различных уровней. Тот факт, что они являются крупнейшими заемщиками, также означает, что они становятся и основными поставщиками капитала на рынок в момент погашения займов. Государственные заимствования осуществляются в разнообразных формах и привлекают различные категории инвесторов, прежде всего, в зависимости от сроков погашения обязательств.

Срок государственных заимствований во многом зависит от причины возникновения потребности в средствах и от того периода времени, которого, по расчетам, будет достаточно для погашения займа. В то же время государственные органы могут использовать эту систему с тем, чтобы показать финансовому рынку основные приоритеты финансовой политики государства и, в частности, политики в области процентных ставок.

Государственные органы могут осуществлять *краткосрочные облигационные заимствования* для решения следующих задач:

- сглаживание потоков денежных поступлений, не связывая их с конкретными направлениями расходования
- своевременная оплата конкретных государственных поставок, если денег в казне недостаточно
- финансирования краткосрочных инвестиционных проектов или приобретения частных активов для их последующей продажи
- оперативное регулирование рыночных процентных ставок путем выпуска новых краткосрочных займов со ставками, которые становятся ориентирами доходности для рынка;
- оперативное регулирование денежной массы, находящейся в финансовой системе, путем выпуска новых или досрочного погашения действующих займов;
- создание условий получения долгосрочных кредитов негосударственными предприятиями, путем ухода с соответствующего рынка с целью снижения спроса и цены долгосрочных ресурсов и

компенсации уменьшения поступлений за счет последовательной эмиссии ряда краткосрочных займов.

Долгосрочные облигационные заимствования используются государством:

- для оплаты крупных контрактов на поставки для государственных нужд,
- для финансирования крупных национальных и международных проектов и программ
- для погашения долгосрочных займов в порядке их реструктуризации.

Значительным реципиентом инвестиций на облигационном рынке является корпоративная сфера. Промышленное предприятие или коммерческая фирма также время от времени испытывают потребности в привлечении дополнительных денежных ресурсов. При этом компаниям не рекомендуется привлекать новые ресурсы только за счет размещения новых прав собственности (акций) как на открытом рынке, так и среди владельцев компаний, поскольку это приводит к перераспределению прав на управление**.** Кроме того, для компании при выборе формы финансирования важным критерием является стоимость дополнительного капитала, которая при облигационном заимствовании может быть ниже, чем при эмиссии акций.

Так же, как и правительства, компании могут испытывать потребности в заимствовании средств для краткосрочного или долгосрочного финансирования.

Долгосрочные корпоративные облигационные займы применяются для решения следующих задач:

финансирование создания новых активов (основных средств) – реализация долгосрочных проектов развития, предполагающих строительство, приобретение дорогостоящего оборудование, вывод на рынок новых продуктов и, следовательно, получение доходов через достаточно продолжительный промежуток времени;

для финансирования приобретения действующих активов - какой-либо другой компании или предприятия, стоимость которых превышает имеющиеся в настоящее время финансовые возможности реципиента.

Краткосрочные корпоративные долговые инструменты применяются, главным образом, для покрытия финансового разрыва между вложением средств в текущую операционную деятельность (оплата приобретения оборотных производственных фондов, выплата заработной платы и других текущих расходов) и получением дохода от реализации. Отметим, что эта форма привлечения денежных средств применяется в основном предприятиями с длительным производственным циклом; в остальных случаях используется банковский кредит.

Как отмечалось выше, при решении вопроса об облигационном финансировании компания должна учитывать стоимость привлечения капитала, оценивая которую необходимо учитывать не только прямые расходы (процентные выплаты, затраты на эмиссию и размещение займа), но и возможные потери. Например, для того, чтобы разместить облигационный заем, возможно, потребуется предоставить обеспечение. Это означает, что компания будет рисковать потерей некоторых своих активов в том случае, если она не сможет погасить свой долг вообще или погасить его своевременно; некоторые активы могут быть конфискованы для того, чтобы реализовать их и погасить долг. Если такие активы, которые могут быть жизненно важными для производства товаров или предоставления услуг, будут потеряны, то это может привести к значительным убыткам, а в критических случаях – к закрытию предприятия. (Такая практика распространяется на все формы заимствований независимо от того, были ли они получены в банке или через рынок ценных бумаг).

Компания может также привлекать средства на неопределенный период времени, выпуская акции и используя механизмы ***рынка прав собственности***. Такая форма финансирования позволяет удовлетворять общие - и краткосрочные и долгосрочные - потребности реципиента в денежных средствах, и имеет определенные преимущества перед облигационной. Так, стоимость капитала, определяемая по большей мере размером дивидендов по акциям, контролируется самой компанией: если компания не получила никакой прибыли, нет необходимости выплачивать дивиденды. При таких условиях может показаться, что для компании всегда менее рискованно привлекать капитал через дальнейший выпуск акций. Однако негативным последствием таких действий может стать размывание прав акционеров на управление компанией (если число акционеров увеличивается), и к конфликтам среди собственников по поводу стратегии и тактики ее развития.

Таким образом, факторы, влияющие на стоимость капитала для компании, определяются не только расходами на привлечение капитала и сроками его использования, но и тем воздействием, которое окажет та или иная форма инвестирования на будущее благосостояние предприятия. Следовательно, при определении потребностей в финансировании необходимо оценивать соотношение между заемными и собственными средствами в структуре капитала компании (финансовый левередж). Если заемные средства намного превышают собственный капитал, то компания может стать чрезмерно чувствительной к любым неблагоприятным изменениям на ее продуктовом рынке, что может привести к неспособности обслуживать долг. В то же время маленькая доля заемных средств по отношению к собственному капиталу может выразиться в недостаточных темпах роста производства, прибыли на одну акцию

компании и в перенасыщение рынка ценных бумаг акциями, что в свою очередь может привести к падению цены акции и сделать компанию открытой для поглощения.

Инвесторами, производящими вложения посредством фондового рынка могут быть частные лица, финансовые учреждения (национальные и иностранные), в определенных ситуациях – предприятия и организации различных секторов экономики, а также органы государственного управления. Поскольку источником средств для инвестирования являются сбережения, т**.** е. те средства, которые не были израсходованы на приобретение товаров и услуг, а правительство не откладывает средства специально для того, чтобы потом их инвестировать в инструменты рынка ценных бумаг, то основное внимание как основным поставщиками капитала необходимо уделить частным лицам и финансовым учреждениям.

Частные лица могут делать сбережения, используя самые разнообразные инвестиционные продукты, но обычно только объединение небольших сумм, имеющихся у отдельных вкладчиков, в крупные фонды может удовлетворить потребности правительственных и корпоративных реципиентов инвестиций. (Хотя некоторая часть индивидуальных инвесторов вкладывает средства лично в ценные бумаги**,** все-таки большая часть предпочитает косвенное инвестирование). Сбережения частных лиц, помимо тех средств, которые лежат на банковских депозитах, в условиях развитой финансовой системы используются, прежде всего, для покупки частных пенсионных программ у негосударственных пенсионных фондов, направляются на страхование здоровья, жизни, автомобилей и домов или могут быть вложены в другие страховые продукты (например, накопительное страхование). Далее доход может использоваться для приобретения паев в коллективных инвестиционных фондах и, наконец, частные лица с большим доходом могут доверить свои средства финансовому менеджеру для того, чтобы он мог их инвестировать по своему усмотрению от их имени. В конечном счете, большая часть сбережений используется для операций с ценными бумагами. Заметим, что в течение каждого десятилетия XX века средняя доходность ценных бумаг была выше средней доходности по банковским денежным депозитам.

В число финансовых учреждений, аккумулирующих сбережения и вкладывающих средства в ценные бумаги, входят: банки, пенсионные фонды, страховые компании, паевые фонды и другие профессиональные организации – участники фондового рынка.

Банки привлекают депозиты в расчете на прибыль от предоставления этих средств в кредит под более высокий процент, чем они платят вкладчикам. Они также могут заимствовать средства и предоставлять их в кредит под более высокие проценты, чем та ставка, которую они выплачивают по полученному кредиту, но если рынок ценных бумаг предлагает более высокий уровень доходности, то банки

будут стараться работать на этом рынке для того, чтобы повысить свою прибыльность. Кроме того, для того, чтобы сократить свой кредитный риск, банки становятся членами банковских синдикатов по кредитованию посредством эмиссии и распределения (приобретения) между ними ценных бумаг синдиката, ограничивая потенциальный убыток суммой соответствующей инвестиции.

Пенсионные фонды принимают взносы от будущих пенсионеров, зная, что существует большая вероятность того, что им не придется выплачивать пенсии большинству своих клиентов в течение первых лет. Следовательно, они могут вкладывать средства на длительные периоды и получать доходы, которые они будут накапливать и реинвестировать, не испытывая необходимости в поддержании денежных резервов для покрытия краткосрочных обязательств. Однако для того, чтобы они могли отвечать по своим обязательствам и выплачивать деньги пенсионерам, для них важно, чтобы уровень доходности фонда, по крайней мере, равнялся уровню инфляции, или был бы выше, что гораздо предпочтительнее. Этому требованию в набольшей степени соответствуют возможности фондового рынка.

Страховые компании обычно принимают платежи по страховым полисам от предприятий и частных лиц на регулярной основе. Затем они должны обеспечивать наличие достаточного количества средств для того, чтобы отвечать при необходимости по обязательствам по страховым полисам. Заметим, что, например, компания, занимающаяся страхованием жизни, будет иметь все больше и больше обязательств перед держателями полисов по мере увеличения их возраста, так как увеличивается вероятность смерти клиента. Для компаний, занимающихся общим страхованием и страхованием автомобилей, обязательства увеличиваются по мере роста уровня инфляции, что приводит к повышению стоимости запасных частей, затрат на перестройку и росту счетов за ремонт. То же самое относится и к таким продуктам, как частное медицинское страхование, Следовательно, страховым компаниям необходимо инвестировать избыточные активы и денежные средства с тем, чтобы обеспечить наличие капитальной базы, достаточной для того, чтобы отвечать по обязательствам по полисам, а также зарабатывать приемлемую норму прибыли для своих акционеров. Соответственно страховая компания, инвестирующая свои средства на длительный период, должна обеспечить наличие средств, достаточных для своевременного удовлетворения обязательств, что определяет специфику их деятельности на рынке ценных бумаг.

Паевые фонды, представляющие собой коллективные инвестиционные структуры, создают инвестиционный механизм для мелких инвесторов, которые считают, что они не обладают необходимыми навыками и временем для того, чтобы самостоятельно управлять своими

инвестициями. Объединяя средства многих инвесторов, паевые фонды могут воспользоваться выгодами экономии за счет масштаба (то есть более низкие комиссионные затраты и более широкая диверсификация риска путем его распределения по большему числу индивидуальных инвестиций, что будет более эффективным с экономической точки, чем для индивидуального инвестора). Такие фонды (кроме закрытых фондов недвижимости) не могут инвестировать средства на столь же длительные сроки, что и пенсионные фонды и страховые компании, так как инвесторы могут потребовать возврата своих средств гораздо раньше для того, чтобы использовать их в других целях. Однако по мере повышения уровня доходов и жизни увеличивается вероятность того, что поток инвестиций в такие организации увеличится. Это выливается в то, что фондам приходятся изыскивать новые инвестиционные возможности для вложения привлеченных средств. И наоборот, если инвесторы хотят получить свои деньги обратно, то это означает, что в результате паевой фонд станет реципиентом инвестиций.

В число других организаций по профессиональному управлению средствами могут входить банковские организации, брокеры по акциям и другие организации, предоставляющие коллективные инвестиционные схемы, и даже частные инвестиционные клубы. Осуществляя свою деятельность, каждая из этих организаций будет пытаться извлечь выгоду из экономии на масштабе; соответственно они тоже могут быть крупными поставщиками капитала на рынок.

1.2. Этапы развития современного российского фондового рынка

История российского фондового рынка имеет длинную историю, материализованным свидетельством которого является великолепное классическое здание, построенное по проекту Ж.-Ф.Тома де Томона в 1805-16г.г. на стрелке Васильевского острова. Биржа с момента ее организации являлась центром коммерческой информации, куда стекалась информация о прибывших кораблях, привезенных товарах, спросе на них, ценах и таможенных пошлинах. Непременными участниками биржевой торговли были маклеры (посредники, «сводчики»), статус которых определен в 1721 г. «Регламентом или уставом главного магистрата». С 1832 года было создано биржевое общество и его исполнительный орган – Биржевой комитет. 19 век характеризуется ростом промышленности, ростом объемов биржевых сделок, а также появлению сделок с ценными бумагами. Вначале это были облигации государственных займов, а с 1830 г. – акции железных дорог, промышленных и кредитных обществ. До конца 19 века операции с ценными бумагами совершались параллельно с товарными сделками, а с 1900 года в фондовом отделе, возглавляемым советом. К 1914 году на СПб бирже котировалось 700 наименований

ценных бумаг из 800, котировавшихся на всех биржах России. Основными участниками биржевых торгов были крупнейшие петербургские банки. Котировки ценных бумаг СПб биржи принимались как ориентир для всех остальных российских бирж. В начале первой мировой войны (1914 г.) СПб была закрыта, фактическая биржевая деятельность переместилась в частные собрания на территории петроградских банков. В 1917г., после февральской революции, биржа была открыта и закрыта декретом от 23.12.1917 г.ст.ст. (03.01.1918г. н.ст.). В начале НЭПа фондовая и товарная биржи были открыты с целью стабилизации цен, укрепления курса рубля, стабилизации экономики. Биржа была ликвидирована параллельно с процессом свертывания НЭПа.

Современный этап развития биржевой торговли связан с периодом перестройки. В конце 80-х, начале 90-х годов прошлого века в СССР и Российской федерации начали формироваться товарные биржи, и была попытка реализовать процесс перераспределения инвестиционных финансовых ресурсов в пользу эффективно функционирующих предприятий. С этой целью начали выпускаться акции трудовых коллективов, не получивших какого либо значительного распространения.

На следующем этапе после устранения монополии государства на валютное обращение, образовалось значительное число валютных бирж, позднее становившихся площадками для торговли ценными бумагами.

Реальное развитие фондового рынка связано с появлением приватизационных чеков (ваучеров), обслуживавших процесс приватизации (передачи частным владельцам) государственных предприятий. Выбор данного способа приватизации продиктован крайне низкой покупательной способностью населения на этапе выкупа акций приватизируемых предприятий. Все населений страны по состоянию на 01.01.1993 года наделялось за символическую плату приватизационным чеками («ваучерами»), являющимися ценными бумагами на предъявителя для оплаты акций приватизируемых предприятий. Всего было выпущено около 150 млн. «ваучеров». Соответственно, все подлежащие приватизации предприятия преобразовывались в открытые акционерные общества, на сумму чистых активов которых выпускались акции. Этим двойным действием – наделением потенциальных покупателей средствами покупки, а объектов купли-продажи – предприятий акциями, заканчивалась подготовка к процессу приватизации. Уже на этом этапе каждый владелец приватизационного чека имел право продать или иным способом произвести отчуждение (дарение, уступка и т.п.) свой ваучер на свободном рынке.

Одновременно государством были сделаны подготовительные шаги к осуществлению коллективного инвестирования в форме чековых инвестиционных фондов (ЧИФов), куда владельцы чеков могли сдавать свои чеки в обмен на акции ЧИФов. Целью ЧИФов было участие в

приобретении и управлении пакетами акций для повышения их капитализации. Более половины из всех 150 млн. чеков были переданы в управление ЧИФами. Часть ЧИФов в последующем были преобразованы в ПИФы (паевые инвестиционные фонды).

Уже в этот подготовительный период произошел резкий рост количества бирж, на которых обращались приватизационные чеки. Торговля осуществлялась либо фондовыми секции товарных или валютных бирж, либо вновь образованными специализированными фоновыми биржами.

На этапе приватизации специальными органами управления имущественным комплексом государства и муниципалитетов – Фондами имущества, проводились аукционы, на которых любой владелец чеков (частное лицо, инвестиционная компания, кредитная организация, ЧИФы и т.п.) могли выкупить акции приватизируемого предприятия. При этом в процессе аукциона устанавливалась стоимость имущества, приходящаяся на 1 приватизационный чек. Часть акций, в соответствии с законом о приватизации могла быть оставлена для продажи на последующих денежных аукционах, где средствами платежа могли быть только денежные средства. Третья часть акций, еще до аукционов была распределена на льготных условиях за «ваучеры» и за часть нераспределенной прибыли текущего периода в пользу работников данного предприятия. При этом при распределении акций третьей группы учитывались заслуги и стаж работы на данном предприятии.

В процессе приватизации и особенно после него на биржи было привлечено большое количество акций разнообразных ОАО. Чеки после приватизации покинули фондовый рынок, который в значительной степени был сформирован в процессе их обращения.

Следующий этап развития рынка ценных бумаг (РЦБ) в 1994-1998 г.г. можно охарактеризовать как этап становления и приближения стандартов российского РЦБ к мировым. В этот период формировалась модель РЦБ, выпускались нормативные документы, регулирующие этот рынок, создавались регулирующие органы РЦБ, учреждались и лицензировались участники рынка и специалисты. Так основным регулирующим документом РЦБ стал федеральный закон от 22 04.1996 г. №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг». В соответствие с законом были определены типы эмиссионных ценных бумаг (эмиссия которых подлежала государственной регистрации), описан процесс эмиссии, выставлены требования к участникам фондового рынка и аттестации специалистов, описаны основы бухгалтерского учета операций с ценными бумагами.

Главным регулирующим органом на фондовом рынке стала Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ).

Еще до выхода закона широко дебатировался вопрос о российской модели фондового рынка. Упрощенно можно говорить о двух мировых моделях рынка ценных бумаг – американской и европейской, отличившихся допуском банков в качестве полноправных участников РЦБ. Американская модель после Великой депрессии (1929-33 г.г.) запрещала непосредственное участие банков, т.к. возможное резкое снижение ликвидности рынка ставило под угрозу нормальное функционирование финансовой системы (например, прекращение банками расчетно-кассовых операций), как это и было в указанный период. В этой модели на рынке могли существовать только дочерние предприятия банков, банкротство которых непосредственно не угрожало банкам. Европейская модель РЦБ позволяла банкам функционировать на РЦБ. Российская модель была ближе к европейской, т.к. основные финансовые ресурсы того периода были в руках банков. Банки формировались в основном в форме АО (открытых или закрытых), следовательно, возник вопрос о правомочиях по регистрации эмиссии ценных бумаг Центрального банка и ФКЦБ. С одной стороны ФКЦБ регистрирует выпуски ценных бумаг всех АО, с другой стороны ЦБ РФ путем регистрации акций коммерческих банков управляет формированием банковской системы. Противоречие было разрешено путем выдачи ФКЦБ генеральной лицензии Центральному банку с правом регистрации эмиссии акций банков под методическим контролем комиссии.

В этот же период в связи с трудностями формирования доходной части государственного и местных бюджетов, а также для покрытия финансовых разрывов государство, а за ним и субъекты федерации стали занимать на внутреннем (и внешнем) финансовом рынке. Это производилось путем выпуска ГКО и МКО (соответственно, государственные и муниципальные краткосрочные обязательства – т.е. фактически облигации). Эмитентом ГКО являлся Минфин РФ, МКО – финкомитеты регионов. Размещение и обслуживание ГКО и МКО производил ЦБ РФ, а регистрация выполнялась оформлением глобального сертификата в двух экземплярах, хранившихся в Минфине и ЦБ РФ. Поскольку эмиссии облигаций являются объектом регистрации ФКЦБ, генеральная лицензия была выдана и Минфину РФ.

Минфин уже имел опыт обращения облигаций еще в период приватизации т.н. «вэбовок». Облигации внутреннего государственного валютного займа (ОВГВЗ) были выпущены в обращение на основании постановления Правительства РФ №222 от 15 марта 1993 года в счёт долгов обанкротившегося Внешэкономбанка СССР (ВЭБ). Датой выпуска займа считается 14 мая 1993 года. Первоначально было выпущено 5 серий (траншей) облигаций с погашением через 1, 3, 6, 10 и 15 лет соответственно. Первые два транша были погашены в срок, погашение третьего было перенесено на май, а позже на ноябрь 1999 года, вместе с

купонными выплатами по остальным траншам. В настоящее время весь займ погашен.

Таким образом, на РЦБ эмиссии корпоративных ценных бумаг регистрировала ФКЦБ (ныне ФСФР – федеральная служба финансовых рынков), банковских ценных бумаг – ЦБ РФ, государственных и муниципальных облигаций – Минфин РФ и ЦБ РФ.

Этот этап характеризуется преобладанием спекулятивных сделок с ценными бумагами, появлением разнообразных «пирамидных» ценных бумаг («МММ», AWWA и др.), сделок по скупке акций для консолидации их пакетов до контрольного, залоговых и беззалоговых. В этот период законодательство серьезно отставало от практики фондовой торговли.

Окончание данного этапа совпадает с дефолтом правительства РФ по ГКО, объявленным 17 августа 1998 г. Это привело к разрушению не только фондового рынка, но и в значительной части всей финансовый системы РФ. В частности в августе-сентябре 1998 года перестали выполняться расчетно-кассовые операции и денежный оборот, в большой степени, перешел в наличную форму. Котировки акций опустились до минимума, обращение акций приостановилось. На финансовых рынках проводились в основном валютные операции. Это позволило сохраниться части бирж, банков и финансовых компаний.

Резкое снижение курса рубля (примерно с 6 руб./$ до 24 руб./$ в течение месяца), привело к росту конкурентоспособности экспортных углеводородов, росту экспорта и наполнению госбюджета. Примерно через два года российская экономика вернулась на додефолтный уровень, т.к. мировая экономика не испытывала резких кризисных явлений (кроме ряда развивающихся стран) и мировое потребление углеводородов (базовый источник формирования ВВП в России) оставалось на высоком уровне.

Следующий этап – развитие и укрепление фондового рынка – 1998 – 2008 г.г. Этот период характеризуется последовательным его ростом, совершенствованием нормативно-правовой базы, внедрением прогрессивных технологий организации торгов ценными бумагами (например, интернет-трейдинг). РЦБ освободился от значительного числа «пирамидных» ценных бумаг, стоимость ценных бумаг становилась более реальной, т.к. государство перестало поддерживать искусственный курс рубля, оставшиеся финансовые компании перестали увлекаться исключительно спекуляциями (т.е. стало больше операций по управлению портфелями ценных бумаг). Сформировались две основных торговых площадки – ММВБ и РТС (соответственно, Московская международная валютная биржа и Российская торговая система). Однако РЦБ оставался (и остается поныне) относительно небольшим, т.к. за 10 лет мало увеличилось количество наименований обращающихся ценных бумаг (в настоящее время акции и облигации около 600 эмитентов, общая капитализация которых составляет около 24 трлн. руб.), остается

незначительным объем торгов (около 170 млрд. руб. в день). Для сравнения, знаменитая NYSE (Нью-йоркская фондовая биржа) котирует ценные бумаги 3 тыс. эмитентов, общая капитализация которых составляет около $27 трлн., ежедневный объем торгов 2 млрд. акций с оборотом более $100 млрд. Тем не менее, ММВБ входит в 30 крупнейших бирж мира.

Нынешний этап – этап функционирования под влиянием мирового финансового и экономического кризиса (2008 г.г. по настоящее время). Этот этап характеризуется с одной стороны падением капитализации фондового рынка из-за резкого и значительного снижения котировок ценных бумаг, с другой стороны, устойчивостью рынка, накопленной за последние 10 лет. В целом рынок выдержал удары кризиса, показателем чего является относительно небольшое падение индексов ММВБ и РТС до 500, (а в 1998 году индекс опускался до уровня 18,5) и подъемом к октябрю 2009 года до уровня 1300 при максимальных значениях около 2000 (ноябрь и март 2008 года). Уровень 1300 индекс достигал в начале 2006 года и шел к нему с 1998 года. Таким образом, можно сказать, что РЦБ выдержал кризисное давление и находится на пути восстановления. Очевидно, что следующий этап будет восстановление рынка и дальнейшее его развитие.

2. Инструменты фондового рынка

2.1. Акции

Акционеры являются владельцами компании, которая в свою очередь является юридическим лицом. Одно из главных преимуществ создания юридического лица состоит в том, что, как правило, оно обладает ограниченной юридической ответственностью. Другими словами, в случае невыполнения компанией своих обязательств ее акционеры несут ответственность только в размере своего внесенного вклада в финансирование компании. Таким образом, владение акциями компании несет в себе риск потери инвестиции в полном объеме в случае финансового краха компании. Однако, поскольку высокий риск должен компенсироваться высоким доходом, акционеры получают прибыль от финансового успеха компании. После уплаты по долговым обязательствам акционеры компании могут либо согласиться на получение своей доли прибыли в виде дивидендов, либо оставить эту прибыль на ее балансе. Прибыль, остающаяся в компании, дает ей возможность для роста прибыли в будущем.

Акции, как вид ценных бумаг представляет собой право собственности - свидетельство о владении частью собственности компании-эмитента с правом участия в управления и в прибыли. Акционеры принимают на себя риск, связанный с функционированием

компании, за определенную долю прибыли, но они имеют право голоса при оценке качества управления компанией, а также в процессе принятия решений по вопросам политики компании.

Первоначальный капитал распределяется среди акционеров пропорционально сумме, внесенной при учреждении компании. Дополнительные акции могут выпускаться по разным причинам, в первую очередь для того, чтобы компания могла получить дополнительные средства. Число выпущенных акций и уплачиваемая за них цена могут быть разными в разных выпусках, но при этом объем прав на акцию каждого выпуска един.

По некоторым эмиссиям возникают определенные различия в степени принятия риска. Эти различия можно увидеть в названиях акций, например, отсроченные или, напротив, привилегированные акции.

Основным видом акций, обращающихся на рынке капиталов, являются *обыкновенные акции*. Держатели этих акций являются реальными владельцами компании, и они принимают на себя самый большой риск, связанный с ее деятельностью. Права, связанные с акциями, перечисляются в уставе компании. Самое важное право акционера - это право голоса на собраниях компании по вопросам политики компании, одобрения дивидендов, предложенных советом директоров, избрания совета директоров, а также право на пропорциональную долю активов компании в случае прекращения ее деятельности.

Обыкновенные акции не дают права на получение фиксированного дивиденда, и дивиденды по ним выплачиваются, как правило, только если компания получила прибыль и после выполнения долговых обязательств и обязательств по привилегированным акциям.

Существует несколько разновидностей обыкновенных акций. Например, если владельцы компании, не желают брать займов, в то же время не хотят терять контроль над компанией в связи с тем, что их право голоса «растворилось» бы при размещении дополнительных акций среди новых акционеров, то создаются учредительские (отсроченные) акции. *Отсроченные акции* - это обыкновенные акции, которые участвуют в распределении прибыли после привилегированных, обыкновенных и других типов акций и дающие право на дивиденд только после конкретной даты или достижения компанией определенного уровня прибыли. В то же время, при невыплате по ним дивидендов их владельцы наделяются большими правами на управление компанией: по таким акциям дивиденды часто не выплачиваются в целях сохранения большего права голоса и они отличаются по цене от обыкновенных: если объявляется выплата больших дивидендов по обыкновенным акциям, они могут подняться в цене по сравнению с отсроченными акциями. Однако в остальное время отсроченные акции обычно имеют более высокую цену, чем обыкновенные, поскольку контроль при голосовании по-прежнему

приходится на долю отсроченных акций, а также и потому, что такие акции вообще редко переходят от одного владельца к другому.

В последнее время усилилось негативное отношение регулирующих органов рынка ценных бумаг к закреплению за обыкновенными акциями разного объема прав. Считается, что все обыкновенные акции одного эмитента должны заключать в себе совершенно равные права. Это один из элементов политики регулирующих органов по защите прав инвесторов.

Привилегированные акции - это термин, который используется для акций, которые обладают определенными льготами - привилегиями - с точки зрения выплаты дивидендов (например, приоритет при выплате) или основной суммы (например, приоритет при выкупе) по отношению к обыкновенным и отсроченным. При этом у владельца привилегированных акций отбираются права по участию в управлении АО, до наступления некоторых условий, например при задержке выплаты дивидендов. Этот вид акций не входит в состав собственного капитала компании, но, тем не менее, является частью выпущенного капитала.

Хотя эти акции представляют право собственности и, следовательно, должны давать некоторые права на управление компанией, они имеют ряд характеристик долговых инструментов, эти характеристики ведут к ограничению риска и, соответственно, к ограничению участия в управлении. За это по привилегированным акциям выплачиваются дивиденды по фиксированной годовой ставке в процентах к их номинальной стоимости (подобно купонному доходу по облигации). Право участия в управлении возникает у владельцев привилегированных акций, если, например, компания задерживает выплату дивидендов или при распределении имущества при ликвидации компании.

Некоторые привилегированные акции являются *участвующими*: это означает, что помимо права на фиксированную сумму дивидендов они дают право на долю оставшейся после таких выплат прибыли. Следующий вид привилегированных акций связан с накоплением дивидендов по ним из года в год за те финансовые годы, когда компания не получила достаточной прибыли для выплаты этих дивидендов. По законам большинства стран компании должны выплачивать проценты по своим долговым инструментам, и даже если в какой-либо год компания не получит достаточной прибыли, ей придется произвести выплату за счет своего капитала, иначе она не выполнит обязательства перед кредиторами, а это может привести к ликвидации компании. Поскольку привилегированные акции дают право собственности, законодательство, как правило, не допускает выплаты дивидендов по ним из капитала. Соответственно в том случае, когда привилегированные акции дают право на получение накопленных дивидендов за прошлый год (годы) (т. е. прежде, чем держатели обыкновенных акций могут получить какие-либо

дивиденды), они называются *кумулятивными*, и наоборот, когда такое накопление не допускается, акции называются *некумулятивными*. Третий вид привилегированных акций, - это *акции, подлежащие выкупу*, т. е. имеющие фиксированную дату выкупа, или *не подлежащие выкупу*. В последние двадцать лет привилегированные акции встречаются все реже. В качестве акций в случае возврата капитала они стоят после всех дебиторских обязательств компании, дивиденды по ним начисляются, только когда компания получает прибыль, и только после выплат по всем долговым инструментам. Более того, если это не акции участия, цена и на такие акции вряд ли будет увеличиваться с ростом прибыли компании. Следовательно, поскольку этот инструмент несет в себе высокий риск и дает низкий доход, требования к его рыночной доходности значительно выше, чем к доходности практически любого другого финансового инструмента.

Кратко рассмотрим действия, посредством которых компания меняет структуру или организацию своего акционерного капитала. Такие действия обычно относятся только к обыкновенным акциям, а некоторые из них касаются только акций, имеющих номинальную стоимость.

При реализации корпоративных действий следует помнить о том, что директора компании обязаны действовать в интересах акционеров. Следовательно, в некоторых случаях компании придется с осторожностью относиться к компромиссам между тем, что хорошо для бизнеса и тем, что хорошо для акционеров, учитывая их краткосрочные и долгосрочные последствия и то, что эти интересы не всегда совместимы.

Бонусная эмиссия - это «бесплатное» размещение акций среди всех существующих акционеров пропорционально количеству уже имеющихся у них акций путем капитализации части дивидендов. Таким образом, такая эмиссия требует предоставления преимущественного права всем существующим акционерам на равной основе

Если компания хочет привлечь дополнительные средства, она может воспользоваться *выпуском прав (опционов)* - временной привилегии, предоставляемой компанией своим акционерам для покупки по определенной цене дополнительного количества обыкновенных акций в количестве, пропорциональном имеющимся у них пакетам акций. Права могут продаваться или покупаться, являясь самостоятельной ценной бумагой. Предполагается, что при привлечении новых средств компания сможет обеспечить результаты деятельности, позволяющие, по крайней мере, сохранить свою норму дивидендных выплат. Помимо увеличения капитала результат выпуска прав заключается в том, что существующие акционеры при условии, что они воспользуются своим правом и оплатят новые акции, сохранят ту же долю в компании и структура управления ею не изменится.

Дробление (деление) акций производится только в отношении акций тех компаний, которые осуществляют их учет по номинальной стоимости. При этом компания ставит своей целью сократить номинальную стоимость каждой акции и размещает бесплатно среди существующих акционеров компенсирующее количество акций для поддержания стоимости их пакетов акций.

Консолидация акций - это действие, обратное дроблению, когда компания увеличивает номинальную стоимость акции, но фактически аннулирует соответствующее количество акций, чтобы сохранялась стоимость пакета акций каждого акционера. Как и дробление, - это действие, оказывающее влияние только на рыночную цену акции.

Если компания желает вернуть капитал или капитальную прибыль (в отличие от прибыли, полученной за счет текущего дохода) своим акционерам, то применяется операция *возврат капитала* - выкуп компанией акций по их номинальной стоимости. Эта мера применяется только тогда, когда компания полагает, что не может получить достаточную прибыль, позволяющую обеспечить акционерам доходность не ниже той, которую они бы получили, например, разместив свои собственные средства в банке. Хотя такое действие может показаться привлекательным для акционеров, оно очень часто является плохим знаком для будущего компании.

2.2. Депозитарные расписки

Депозитарные расписки - это рыночные ценные бумаги, отражающие право на владение определенным количеством лежащих в их основе акций. Их возникновение определилось тем обстоятельством, что, как правило, национальные законодательства запрещают обращение на своей территории ценных бумаг, выпуски которых зарегистрированы в других странах и в соответствии иностранным законодательством. Расширение базы привлекаемых в национальную экономику финансовых ресурсов можно осуществить путем выпуска депозитарных расписок. Они регистрируются на уполномоченной фондовой бирже (кроме бумаг уровня 1 - см. ниже) за пределами страны эмитента, и торговля и расчеты по ним производятся по обычным правилам данной фондовой биржи. Базовые акции и депозитарные расписки должны соответствовать законам стран регистрации эмитента и депозитария. Базовые акции находятся на хранении на имя банка-депозитария в фирме, выполняющей функции хранителя в стране выпуска акций.

Биржа, регистрирующая депозитарные расписки, требует включения в депозитное соглашение ряда гарантийных мер для защиты акций, находящихся на хранении. Например, в случае российских АДР (американских депозитарных расписок – т.е. размещаемых на

американском фондовом рынке) должны проводиться регулярные (не реже одного раза в месяц) аудиторские проверки реестра акций. По правилам Комиссии по ценным бумагам и биржам США эмитент несет финансовую ответственность за действия регистратора, следовательно, держатель АДР может возбудить дело против эмитента в американском суде.

Эмиссия АДР позволяет зарубежным инвесторам, в отношении которых действуют строгие меры регулирования, заключать сделки на акции эмитента, хотя обычно они могут вкладывать средства только в акции, обращающиеся на их внутреннем рынке. Поскольку депозитарные расписки номинированы только в свободно конвертируемых валютах, это значительно сокращает валютный риск при торговле этими инструментами.

Хотя депозитарные расписки первоначально были американским продуктом, теперь они выпускаются в разных формах: глобальные депозитарные расписки (ГДР), европейские и международные депозитарные расписки. На практике единственным различием между этими наименованиями является рынок, для которого они предназначены. Следовательно, это маркетинговый фактор, хотя необходимо заметить, что на разных международных биржах к ним предъявляются разные правила и требования по листингу. По сути, в базовой структуре форм депозитарных расписок различий нет, поскольку расчеты по ним проходят либо через Депозитарную трастовую компанию (DTC) в США, либо через Euroclear в Европе.

Существуют разные уровни (классы) депозитарных расписок, что особенно развито на американском рынке:

- Уровень 1 обозначен как «торговая» форма: эти инструменты самые простые и могут обращаться только на внебиржевом рынке, поскольку компания - эмитент акций не обязана предоставлять финансовую отчетность, проверенную аудиторами в соответствия с международными стандартами или выполнять все требования по раскрытию информации Комиссии по ценным бумагам и биржам США; Уровень 1 не может использоваться для привлечения нового капитала, т. е. в его основе может быть только вторичный выпуск;
- Уровень 2 обозначен как «листинговая» форма и используется компаниями для получения регистрации на американской или другой зарубежной бирже: компания в этом случае должна отвечать требованиям биржи по листингу (минимальное число акционеров, определенный процент которых должен относиться к «публике», т. е. не должен быть связан с компанией, минимальная рыночная капитализацию, представление отчетности, за несколько лет, составленной и проверенной аудиторами по международным стандартам); этот уровень встречается редко, поскольку большинство эмитентов переходят с программ Уровня 1 сразу на Уровень 3;

- Уровень 3 обозначен как форма «предложения» и используется эмитентами, желающими привлечь капитал за пределами своего внутреннего рынка: эмитенты должны выполнять требования Комиссии по ценным бумагам и биржам США в отношении регистрации и отчетности для новых эмитентов, а также соблюдать правила и нормы биржи, на которой будут зарегистрированы эти ценные бумаги;
- Уровень 4 обозначен как форма «частного размещения», что позволяет получить доступ к международным рынкам путем частного размещения АДР, которое проводится только среди очень крупных профессиональных инвесторов, называемых «квалифицированными институциональными покупателями» (QIB) по и любых неамериканских инвесторов (предусмотрен так называемый ограничительный период - «локап» - по истечении которого акции, не вошедшие в частное размещение, могут быть конвертированы в АДР).

2.3. Облигации

2.3.1. Общая характеристика облигаций

Облигации отражают кредитные соглашения, основанные на ценных бумагах, по которым не существует единственного кредитора, а, наоборот, целый ряд кредиторов, предоставляющих свои средства в кредит одному заемщику. Облигации представляют собой заимствование, которое представлено в форме ценных бумаг, которая позволяет этим обязательствам свободно обращаться на рынке.

Особой чертой большинства облигаций является то, что они предлагают заранее известную годовую норму прибыли (купон с фиксированной процентной ставкой), соответственно и эмитент (заемщик) знает свои ежегодные расходы по заимствованию, и инвестор (кредитор) знает ту сумму процентных платежей, которую он будет получать каждый год. Хотя купон и является постоянной величиной, рыночная цена облигации будет меняться в зависимости от процентных ставок, которые действуют на финансовом рынке в настоящий момент, а также от общего восприятия экономических факторов (в частности, уровня инфляции в стране). Приемлемость процентной ставки, устанавливаемая по облигациям, во многом зависит от «качества» эмитента, а также от характеристик любых других долговых инструментов, которые были выпущены данным эмитентом и находятся в обращении в настоящий момент.

Некоторые из облигаций могут иметь *купон с плавающей процентной ставкой*. Для того, чтобы выпустить облигации с плавающим купоном, необходимо соответствовать тем же самым критериям «качества», а сама плавающая ставка будет объявляться как величина

относительная к базовой ставке (например, LIBOR –Лондонская межбанковская ставка предложения по межбанковским депозитам). Таким образом, рыночная цена облигации будет менее изменчивой, так как процентная ставка будет корректироваться, например, каждые шесть месяцев для того, чтобы отразить рыночные условия на настоящий момент.

Поскольку кредитные соглашения имеют определенный срок действия, большинство облигаций будут *погашаемыми* или *срочными*, т. е. это означает, что будет устанавливаться дата погашения (возврата основной суммы долга). (По некоторым облигациям устанавливается несколько таких дат; более подробно этот вопрос будет рассматриваться ниже.) Очень редко облигации выпускаются в *непогашаемой* или *бессрочной* форме: это означает, что дата погашения не устанавливается, но у эмитента есть право в любой момент выкупить эти облигации и аннулировать (погасить) выпуск, но обычно эмитенты аннулируют выпуски только в тех случаях, когда они считают, что смогут привлечь средства на более выгодной основе.

Эти принципы могут распространяться на любые виды облигаций, независимо от того, были ли они выпущены государством или компанией.

Поскольку облигационные заимствования представляют собой кредиты, то кредиторы будут ожидать не только возврата своих средств, но также и плату за использование их денег. Поскольку по кредитам такие платежи называются процентными, методы, которые используются для выплаты купонного дохода, называются «видами процентов».

Дисконтирование заключается в том, что облигации продаются с определенной скидкой с номинальной стоимости, а погашаются по номиналу; таким образом, инвестор получает купонный доход целиком в момент погашения облигации

Купонные платежи – наиболее распространенный вид процентов - предполагают равномерное распределение выплаты дохода по фиксированной ставке по всему сроку действия облигации (обычно, один раз в год или каждые шесть месяцев); в момент погашения инвестору возвращается сумма долга и выплачивается доход по последнему купону.

Индексация, как вид процентов, состоит в том, что доход (дисконтированный или купонный) по облигации устанавливается не в виде фиксированной ставки, а изменяется (повышается) с течением времени пропорционально индексу инфляции, что дает инвесторам стабильный доход от их вложений в реальном выражении.

2.3.2. Государственные облигации

Крупным эмитентов облигаций, как отмечалось выше, является ***государство***, которое формирует особый сектор фондового рынка - рынок

правительственных заимствований (рынок государственных облигаций, рынок государственного или национального долга, рынок правительственных займов, рынок государственных инструментов с фиксированной ставкой).

Каждый раз, когда правительство собирается привлечь займы, ему необходимо решить, на какое время ему понадобятся средства. Существуют различные названия периодов заимствования, которые все вместе называются «сроками (погашения)»; эти сроки могут быть также разбиты на различные временные периоды, каждый из которых имеет свое собственное название. Соответственно возникают различные виды государственных облигаций.

Для большинства государств самый короткий период времени, на который они привлекают средства, равен 3 месяцам. Обычно такие инструменты называются *краткосрочными бумагами*. (В некоторых странах национальные заемщики используют этот термин для заимствований и на более долгосрочные периоды вплоть до 1 года.) Такие инструменты обычно предлагаются правительствами только первоклассным банкам, которые будут торговать ими только на межбанковском рынке и очень редко - на биржах ценных бумаг.

Краткосрочные займы (облигации), которые представляют собой заимствования на срок от одного года до пяти лет; обычно эти инструменты обращаются на организованных биржах, но структура ценообразования по этим инструментам делает их привлекательными только для небольшого круга профессиональных инвестиционных институтов и не представляющими интереса для частных лиц.

Среднесрочные ценные государственные бумаги - это термин, который до недавнего времени использовался только в Великобритании и США и представлял облигации со сроком погашения от 5 до пятнадцати лет (в Великобритании) или от двух до десяти лет (в США).

Большинство других государств, в том числе и Россия (в новейший период) не привлекали средства на периоды более 10 лет. Однако недавно Германия и Япония стали выпускать облигации со сроком погашения 20 лет и больше. Последний вид заимствований с точки зрения сроков называется *долгосрочным*, и этот термин используется для займов на период вплоть до тридцати и более лет.

Следует заметить, что приведенные выше названия дал соответствующим инструментам рынок, и они могут быть разными в разных странах. Например, в Великобритании эти термины используются для описания периода с настоящего времени до момента погашения облигаций правительством независимо от того, сколько времени прошло с момента выпуска инструментов. В США, наоборот, эти термины используются для описания периода действия облигации на момент выпуска независимо от того, сколько времени осталось до ее погашения

правительством, поскольку в США, если облигация была выпущена на период 25 лет, то она остается долгосрочной, даже если она будет погашена через 2 года. Также следует помнить, что выпуски облигаций не становятся краткосрочными бумагами в последний год или три месяца жизни облигации.

Бессрочные облигации - это облигации, выпускаемые правительством и не имеющие конкретной даты погашения. Выпуск таких инструментов может осуществляться по различным конкретным причинам, и следует иметь в виду, что рыночные цены на них будут меняться гораздо быстрее, чем по любым датированным инструментам.

Установление ставки дохода по государственным облигациям фактически представляет собой процесс согласования интересов заемщика (государственного органа - эмиссионера) и кредитора (инвестора) с учетом следующих факторов:

- *кредитоспособности* заемщика, которая устанавливается специальными организациями в виде кредитных рейтингов; чем выше кредитный рейтинг, тем ниже приемлемая для инвестора процентная ставка;
- *стабильность* заемщика, которая рассматривается инвестором как постоянство проводимой заемщиком экономической, финансовой и кредитной политики; чем больше стабильности демонстрирует заемщик, тем на меньший уровень процентных ставок согласятся кредиторы.
- *прогноз инфляции,* который в данном случае определяет уменьшение стоимости вложений инвестора в течение периода погашения, и компенсируется увеличением процентных ставок.

В том случае, когда государственному органу – заемщику не требуется сразу вся сумма предполагаемого облигационного заимствования (например, для финансирования долгосрочного многоэтапного проекта), он может искать источники получения полной суммы, но в настоящий момент запросит только ее часть.

В таких условиях применяются два способа облигационного финансирования:

- *заимствования в форме траншей*, когда последовательно, в определенные моменты времени производятся отдельные выпуски (транши) облигаций данного займа;
- *заимствования в форме облигаций с частичной оплатой*, когда инвестор при их приобретении выплачивает часть стоимости и вносит остальную в установленные сроки.

В отдельных случаях для пролонгирования финансирования эмитируются *конвертируемые государственные облигации*, владельцам которых предоставляется право взамен их погашения - обмена на другие облигации.

Главными инструментами, обращающимися на рынке правительственных ценных бумаг России в настоящее время являются государственные краткосрочные облигации (ГКО), облигации федерального займа с переменным купоном (ОФЗ-ПК) и облигации федерального займа с постоянным доходом (ОФЗ-ПД).

По таким характеристикам, как объем в обращении, емкость рынка, ликвидность и динамичность развития, а также доля в финансировании дефицита федерального бюджета ведущее место среди российских правительственных ценных бумаг занимают *ГКО и ОФЗ-ПК*. Единые для них технология размещения, вторичного обращения и погашения через систему организованного рынка ценных бумаг, а также общий круг участников рынка (в первую очередь - общий институт дилеров) и схожие инвестиционные качества, несмотря на некоторые различия в эмиссионных характеристиках, позволяют говорить о существовании и единого рынка ГКО-ОФЗ-ПК.

Эмитентом ГКО и ОФЗ-ПК выступает Министерство финансов России, которое принимает решение об осуществлении отдельных выпусков ГКО и ОФЗ и определяет такие их параметры как:

- срок обращения (3 месяца, 6 месяцев или 1 год);
- облигации бескупонные (доходом по ним является разница между ценой покупки и погашения);
- эмиссия облигаций осуществляется в форме отдельных выпусков (траншей);
- владельцами облигаций могут быть как юридические, так и физические лица, в том числе и нерезиденты;
- облигации именные;
- форма выпуска – безбумажная;
- обязательное централизованное хранение.

Генеральный агент эмитента - Центральный банк России - выполняет функции платежного агента Минфина, проводит размещение, обслуживание и гарантирует своевременное погашение облигаций, выпуски этих ценных бумаг оформляются глобальными сертификатами, которые хранятся в Минфине и Банке России.

Первичное размещение ведется по принципу американского аукциона. Претенденты подают два типа заявок: конкурентные и неконкурентные. Стоимость бумаг, приобретаемых по неконкурентным заявкам, равна средневзвешенной цене удовлетворенных конкурентных заявок. Конкурентные заявки подаются участниками торгов с указанием цены, по которой они готовы приобрести облигации. После регистрации по уровню цены предложения, начиная с максимальной, заявки участвуют в безличном конкурсе, где определяется цена отсечения (если объем облигаций меньше спроса). Заявки, преодолевшие линию отсечения, удовлетворяются по цене, указанной в заявке. Расчеты производятся в день

аукциона. Выпуски ГКО и ОФЗ-ПК считаются состоявшимися, если в период размещения было продано не менее 20% от количества предполагавшихся к выпуску облигаций.

Ликвидность ГКО и ОФЗ-ПК обеспечивается наличием постоянно функционирующей торговой системы в рамках Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ) и технологичным регламентом.

Процентная ставка купонного дохода определяется на текущий день как средневзвешенная доходность к погашению по средневзвешенной цене ГКО и ОФЗ-ПК на вторичных торгах на ММВБ и рассчитывается по тем выпускам, погашение которых будет произведено в период от 30 дней до даты выплаты очередного купонного дохода до 30 дней после выплаты очередного купонного дохода. Доходность определяется как средневзвешенная за последние 4 торговые сессии до даты объявления доходности. Длительность купонного периода 105 дней. Величина купонного дохода объявляется не позднее, чем за 7 дней до даты выплаты дохода по предшествующему купону.

Важным событием на рынке ГКО-ОФЗ стало начало продажи с 24 февраля 1997 года на вторичном рынке *облигаций федерального займа с постоянным доходом (ОФЗ-ПД)* со следующими параметрами выпуска и обращения:

- эмитент - Министерство финансов;
- облигации именные, купонные, среднесрочные;
- эмиссия осуществляется в форме отдельных выпусков в сроки, устанавливаемые эмитентом;
- для каждого выпуска устанавливается свой размер купонного дохода, дата погашения, дата выплаты купонного дохода, доля нерезидентов;
- величина купонного дохода постоянная;
- указанные условия фиксируются в Глобальном сертификате.
-

2.3.3. Корпоративные облигации

Корпоративные заемщики могут выпускать (в порядке уменьшения ранга, т. е. приоритетности выплаты процентов и основной суммы долга):

- обеспеченные (или ипотечные) облигации,
- необеспеченные облигации,
- конвертируемые обеспеченные или необеспеченные облигации

Обеспеченные (или ипотечные) облигации предназначены чаще всего для долгосрочного финансирования и могут быть выпущены компанией только в том случае, если у нее есть какие-то конкретные

высококачественные активы. Обычно[1] - это земля или здания - имущество, которое компания планирует использовать в течение длительного периода времени (например, десять - двадцать пять лет). Компания не имеет права продавать активы, выступающие в качестве фиксированного залога, не получив разрешения владельцев облигаций. Владельцам облигаций, как правило, разрешается конфисковать конкретные активы в том случае, если компания не может выполнить требований кредита (в число которых может входить требование к тому, чтобы сумма активов превышала сумму займа на определенную величину), и продать эти активы для того, чтобы компенсировать основную сумму долга. Компания-эмитент может создать «выкупной фонд», который будет использоваться в процессе погашения облигаций. Это означает, что каждый год компания откладывает определенную сумму денежных средств, которые она использует для выкупа части облигаций на открытом рынке. Одним из следствий использования такого подхода является то, что кредитор будет готов получать более низкую процентную ставку.

«Высшее качество» этого инструмента «высшего качества» помимо реального обеспечения определяется тем, что компания производит оплату по обеспеченным облигациям до того, как будут удовлетворены требования других кредиторов.

Необеспеченные облигации не имеют фиксированного залога, но могут обеспечиваться плавающим залогом: обеспечением могут быть материальные или нематериальные активы, включая торговые марки и долгосрочные контракты, или гарантии третьих лиц. Эти инструменты используются для долгосрочного финансирования в том случае, если у компании нет недвижимости для залога или она не хочет передавать в руки владельцев облигаций фиксированный залог.

Качество необеспеченных облигаций ниже, чем обеспеченных и по ним устанавливается более высокая ставка дохода. Обычно по таким облигациям не создается выкупной фонд, и, следовательно, компания должна будет выплачивать только проценты до наступления срока погашения. Такое положение определяет сильное влияние инфляции на стоимость инвестиций и, следовательно, предполагает повышение процента.

Владельцам необеспеченных облигаций с плавающим залогом обычно не разрешается конфискация обеспечивающих активов в случае невыполнения компанией условий займа. Однако они могут потребовать ликвидации компании для того, чтобы в результате продажи активов вернуть свои деньги.

---

[1] Но, например, винокуренные заводы могут предоставлять в качестве залога запасы продукции, которая должна поступить в продажу, например, только через десять лет или больше.

При условии, что залог активов был юридически правильно оформлен, такие виды займов будут погашаться после обеспеченных облигаций, но до удовлетворения требований всех других кредиторов[2].

Конвертируемые облигации (они могут быть обеспеченными или необеспеченными) предусматривают для ее владельцев возможность замены на заранее определенное количество акций. Следует заметить, что это право инвестора, и конвертация может быть произведена компанией-эмитентом только с согласия владельца облигации. Если перспективы капитализации компании представляются благоприятными, то ставка купона по ним бывает ниже, чем по обычным облигациям. Следовательно, компания-эмитент имеет возможность приобрести более дешевую форму заимствования и может надеяться на то, что ей никогда не придется погашать заем, который будет конвертирован в акции.

Отметим, что инвестор первоначально будет получать по конвертируемым облигациям более высокий доход, чем по обыкновенным акциям, поскольку условия конверсии обычно устанавливаются на уровне, превышающем текущий курс последних. Следовательно, рыночная стоимость таких облигаций будет расти с ростом цен акций, но они будут защищены от падения стоимости фиксированной процентной ставкой по облигациям.

Обычно облигации разрешается конвертировать примерно через пять лет, и они имеют фиксированные конверсионные ставки на период, оставшийся до момента погашения. Конверсия обычно осуществляется в тот момент, когда дивиденды по акциям выросли по отношению к облигациям и когда премия по отношению к акциям упала до нуля.

С точки зрения компании-эмитента конверсия может рассматриваться как преимущество, так как она может больше не беспокоиться о погашении займа. Однако поскольку конверсия происходит только тогда, когда доход по долевым инструментам равен или выше дохода по облигациям, то это будет означать, что компания должна будет выплачивать дивиденды по этим новым акциям, которые будут выше, чем текущая процентная ставка по облигациям.

Инвестору необходимо учитывать, что когда начнется конверсия некоторых облигаций, то это приведет к более низкой ликвидности для оставшихся владельцев конвертируемых облигаций, что усложнит торговлю этими инструментами.

---

[2] Владельцы таких облигаций в случае неспособности компании ответить по своим финансовым обязательствам будут стоять на одном уровне с другими необеспеченными обязательствами (в число которых будут входить банковские овердрафты и торговая кредиторская задолженность). Следовательно, если компания не выполнит обязательства, то может случиться так, что после ее ликвидации останется недостаточно средств для погашения основной суммы долга.

Кроме того, поскольку большинство профессиональных инвесторов по законодательству должны вкладывать большую часть средств только в инвестиции с низким риском (т. е. облигации), конвертируемые облигации предоставляют возможность вкладывать средства фактически в долевые инструменты, не нарушая своих обязательств и мер регулирования.

Основными правами владельцев корпоративных облигаций являются:

- право на получение уведомления (или подтверждения) о размере основной суммы долга и условиях займа;
- право на получение процентов от основной суммы долга;
- право на получение в установленный срок оговоренной суммы погашения.

Владельцы корпоративных облигаций, как правило, не имеют права голоса на собраниях компании по вопросам, которые влияют на деятельность компании, получают его в тех случаях, когда речь заходит об их основных правах. Например, они могут требовать от компании погашения займа раньше срока в том случае, если стоимость активов компании упала ниже оговоренного уровня (т. е. активов, обеспечивающих заем).

Масштабы распространения корпоративного облигационного финансирования в Российской Федерации определяются тем, что, с одной стороны, его преимуществом является сохранение действующими акционерами корпоративного контроля, а с другой, эмитенту приходится нести определенные обязательства по выплатам и погашению облигаций, а пойти на это могут лишь компании, имеющие устойчиво высокую рентабельность. Кроме того, для поддержания инвестиционной привлекательности ценных бумаг сами условия выпуска должны быть не хуже, чем условия, предлагаемые другими структурами (включая государство), осуществляющими выпуск долговых обязательств.

По данным ФСФР, небанковские корпоративные облигационные займы в подавляющем большинстве проводились АО с численностью работников 3 000 человек и более, т. е. сравнительно крупными обществами. Как правило, эмиссии облигаций проводились акционерными обществами, доля государственной или муниципальной собственности в которых составляла более 25% (обычно 38-51%). Это связано с законодательными ограничениями ст. 28 п. 4 Закона «Об акционерных обществах»: акционерное общество не может выпускать дополнительные акции (например, для привлечения инвестиций), если доля государственной или муниципальной собственности превышает 25%, без сохранения размера доли государственной или муниципальной собственности.

2.4. Инструменты денежного рынка

Термин «денежные рынки» используется для описания рынка долговых инструментов со сроком погашения менее одного года (обычно значительно меньше одного года). Обычно операции с такими продуктами осуществляются между банками и профессиональными управляющими краткосрочными денежными средствами, в основном на внебиржевом рынке, а не через официальную биржу. Частные инвесторы, как правило, не проявляют заинтересованности в этой области.

Применяя специфические инструменты, банки могут покрывать свои потребности в ликвидности (то есть краткосрочные потребности в денежных средствах), а Центральный банк может использовать данный рынок для регулирования национальной денежной системы.

На данном рынке действуют четыре основных инструмента: казначейские векселя, переводные (коммерческие) векселя, коммерческие бумаги и депозитные сертификаты.

Казначейские векселя это краткосрочные, высоколиквидные ценные бумаги центрального правительства, выпускаемые сроком на 13, 26 и 52 недели, именные или на предъявителя. Они выпускаются с дисконтом по отношению к лицевой (номинальной) стоимости, которая будет выплачена на дату погашения. Фактический уровень доходности на момент эмиссии определяется на основе процентной ставки, которая лежит в основе дисконта[3]. Как правило, правительство осуществляет эмиссию казначейских векселей регулярно и это дает ему возможность изымать деньги из обращения (потому что после покупки таких векселей у банков остается меньше средств для предоставления кредитов) или вкладывать их в обращение (сокращая число и стоимость векселей в обращении).

Существует активный вторичный рынок казначейских векселей, так как банки используют эти инструменты в текущих операциях. Векселя также приобретаются крупными институциональными инвесторами для использования в качестве залога для выполнения маржинальных требований по производным инструментам (требования доказать способность противостоять убыткам по этим продуктам - фьючерсам и опционам).

Переводные (коммерческие) векселя выпускаются компаниями в качестве долговых инструментов в уплату за товары и услуги. Такие векселя требуют дополнительного доказательств кредитоспособности эмитента в форме банковской гарантии или акцепта. Компания,

---

[3] Например, если в настоящий момент основная процентная ставка по государственным ценным бумагам составляет 10%, то тогда трехмесячный вексель (13 недель) с номинальной стоимостью Ry100 будет продан по цене Ry97.56. Это составит доход в размере Ry2,44, что равняется 2,5% (за 3 месяца) на сумму Ry97,56, что в свою очередь в годовом исчислении составляет 10% от общего дохода.

получающая вексель, может продать его банку для того, чтобы получить необходимые средства: покупающий банк приобретает вексель с дисконтом по отношению к номинальной стоимости (компенсирующим риск непогашения долгового обязательства в срок). Подход к расчету дисконта аналогичен тому, который применяется к казначейским векселям, однако, ставка дисконта отражает и величину риска, связанного с операцией.

Коммерческая бумага аналогична простому векселю, хотя вексель является самостоятельным инструментом, а коммерческая бумага выпускается как часть программы финансирования (то есть, как только истекает срок действия одного выпуска, тут же выпускается другой). Фактически коммерческая бумага является альтернативой краткосрочного банковского кредита. Соответственно, эмитент является исходным заемщиком и не перекладывает свои долговые обязательства на третью сторону.

Депозитный сертификат - это ценная бумага, подтверждающая размещение депозита у эмитента (аналогично сберегательной книжке, выдаваемой банком при внесении депозита на индивидуальный банковский счет) и являющаяся объектом для торговли, поскольку депозитный сертификат является переводным. Он выпускается с фиксированной процентной ставкой, что означает, что эмитент берет на себя обязательства погасить инструмент по его лицевой стоимости плюс установленный процент по истечении определенного срока[4]. Депозитные сертификаты часто выпускаются в форме «на предъявителя» (то есть не регистрируются на имя конкретного владельцам) и могут свободно обращаться на вторичном рынке со скидкой (дисконтом) по отношению к окончательной стоимости. Как и у векселей, размер дисконта отражает как время, оставшееся до конца срока действия, так и текущие процентные ставки, преобладающие на банковском рынке.

2.5. Производные инструменты фондового рынка

К производным инструментам фондового рынка (деривативам - англ. derivative) относятся ценные бумаги, подтверждающие *право* владельца на покупку или продажу базисного актива или на получение или выплату дохода, связанного с изменением некоторой характеристики этого актива. Производные финансовые инструменты получили широкое

[4] Например, депозитный сертификат может быть выпущен с лицевой стоимостью Ry1млн., процентной ставкой 10% и сроком погашения один год. Следовательно, на дату погашения будет выплачена сумма, равная Ry1млн., плюс Ry100000, то есть Ry1,1 млн. Такие платежи также называются «основная сумма долга плюс проценты».

распространение в 70-х годах прошлого века и используются для страхования рисков (хеджирования) и извлечения дополнительного спекулятивного дохода.

Деривативы имеют следующие признаки производности:

- в основе такого инструмента лежит базисный актив – ценная бумага (акция, облигация, вексель), валюта, фондовый индекс, другая производная ценная бумага, товар;
- цена такого инструмента, чаще всего определяется на основе цены базисного активы.

К наиболее распространенным деривативам относятся форвардные и фьючерсные контракты и опционы.

Форвардный контракт представляет собой соглашение, в соответствии с которым покупатель и продавец соглашаются на поставку базисного актива оговоренного качества и количества по цене, оговоренной при заключении контракта, в обозначенный в контракте срок.

Фьючерсный контракт представляет собой соглашение поставить (продать) базисный актив или принять поставку (купить) базисный актив в определенном количестве по цене, оговоренной при заключении контракта, в будущем, в обозначенный в контракте срок.

Исполнение обоих этих видов контрактов подразумевают следующие действия:

- продавец обязан поставить в определенное место и срок определенное количество базисного актива;
- после доставки базисного актива покупатель обязан заплатить заранее обусловленную (в момент заключения контракта) цену.

Форвардные и фьючерсные контракты являются в большинстве случаев обратимыми ценными бумагами и могут неоднократно перепродаваться на бирже вплоть до определенного срока их исполнения.

Фьючерсы являются развитием идеи форвардных (реальных) контрактов. В сравнении с форвардными контрактами фьючерсы имеют ряд отличительных черт, в частности:

- по цели заключения контракта: форвардный контракт чаще всего заключается с целью реальной продажи или покупки базисного актива и страхует как поставщика, так и покупателя от возможного изменения цен, а фьючерсный с целью получения выигрыша от изменения цен.
- по уровню стандартизации: форвардные контракты специфицированы (составляются в соответствии со специфическими потребностями конкретных клиентов), фьючерсные – стандартизованы.
- по форме обращения: фьючерсы, свободно обращаясь на фьючерсных биржах, создают постоянный ликвидный рынок этих ценных бумаг, в то время как форвардные контракты являются объектом внебиржевой торговли; поэтому при необходимости продавец фьючерса

всегда может отрегулировать собственные обязательства по поставке путем его выкупа;

- по исполнению обязательств: конкретные продавцы и покупатели фьючерсных контрактов, как правило, не привязаны друг к другу; это означает, что когда поставщик будет готов исполнить контракт и сообщит об этом в клиринговую палату биржи[5], последняя случайным образом выбирает покупателя из ожидающих исполнения контракта, и уведомляет его о поставке базисного актива;
- по динамике цен базисных активов: изменение цен по базисным активам, указанным во фьючерсах осуществляется ежедневно в течение всего периода до момента их исполнения и, следовательно, между продавцами, покупателями и клиринговой палатой постоянно циркулируют денежные потоки[6];
- по уровню гарантий исполнения: в отличие от фьючерса, исполнение которого гарантируется биржей, гарантий обязательного исполнения форвардного контракта не существует и если изменение цен будет существенным, продавщик товара может отказаться от поставки даже под угрозой выплаты крупных штрафных санкций;
- по срокам исполнения: форвардный контракт «привязан» к точной дате, а фьючерсный - к месяцу исполнения; это означает, что поставка базисного актива может быть сделана поставщиком по его усмотрению в любой день месяца, указанного в контракте.

В зависимости от вида базисного актива фьючерсы подразделяются на финансовые (базисный актив — процентная ставка, валюта, облигация,

---

[5] Функционирование фьючерсного рынка и его финансовая надежность обеспечиваются системой клиринга, в рамках которой осуществляется учет участников торговли, контроль состояния счетов участников и внесения ими гарантийных средств, расчет размера выигрышей и проигрышен от участия в торгах. Все сделки оформляются через клиринговую (расчетную) палату, которая становится третьей стороной сделки. Тем самым продавец и покупатель освобождаются от обязательств непосредственно друг перед другом, а для каждого из них возникают обязательства перед клиринговой палатой. Палата играет роль гаранта для тех, кто не ликвидировал своих обязательств к сроку их исполнения. Таким образом, правовой основой операций с контрактами являются договоры, связывающие участников рынка с клиринговой палатой и биржей; их финансовой основой — денежные средства или их эквиваленты, вносимые участниками в форме залога.

[6] Основная причина организации таких постоянных взаимных платежей заключается в том, чтобы в определенной степени предотвратить искушение одного из контрагентов разорвать контракт в силу каких-то причин, например резкого изменения цен. Фьючерсная торговля является высокорисковым мероприятием, поэтому чаще всего в ней участвуют партнеры, работающие друг с другом в течение многих лет и доверяющие друг другу.

акция, фондовый индекс) и товарные (базисный актин — пшеница, золото, нефть и т. п.).

Предметом торга в контрактах на получение дохода является цена, а термины «продажа» или «покупка» контракта означают только позицию продавца или покупателя. Различают позицию продавца (или «короткую позицию»), подразумевающую обязанность продать, доставить товар и позицию покупателя («длинную позицию»), подразумевающую обязанность купить товар.

До наступления срока исполнения контракта любой из его участников может заключить сделку с принятием противоположных обязательств, т.е. купить (продать) такое же количество таких же активов на тот же самый срок. Принятие на себя двух противоположных контрактов взаимопогашает их, фактически освобождая тем самым данного участника от их исполнения. Эта операция лежит в основе так называемого «страхования сделок» – хеджирования.

Опцион (право выбора) представляет собой контракт, заключенный между двумя сторонами, одна из которых выписывает и по установленной цене (цена опциона, option price) продает опцион (продавец, эмитент, надписатель опциона), а вторая приобретает его (покупатель опциона) и получает тем самым право в течение оговоренного в условиях опциона срока:

- исполнить контракт, т. е. либо купить по фиксированной цене (цена исполнения, exercise, или striking, price) определенное количество базисных активов[7] у лица, выписавшего опцион, - опцион на покупку («колл-опцион», call option), либо продать их ему - опцион на продажу («пут-опцион», put option);
- отказаться от исполнения контракта без возвращения цены опциона;
- продать контракт другому лицу до истечения срока его действия.

В зависимости от намерения исполнить поставку базисного актива опционы подразделяются на два типа - с физической поставкой (владелец опциона имеет право физически получить или продать базисный актив) и с наличными расчетами (получение платежа в виде разницы между текущей ценой базисного актива и ценой, зафиксированной в контракте)[8].

---

[7] В качестве базисных активов могут выступать любые товары или финансовые инструменты. В большинстве случаев опционы стандартизованы по своим характеристикам; например, чаще всего базисные активы продаются лотами.

[8] В случае колл-опциона его держатель (играющий на повышение цен) воспользуется своим правом получить разницу, если текущая цена базисного актива превышает цену исполнения; в случае пут-опциона (игра на понижение) — наоборот, когда текущая цена меньше цены исполнения.

В зависимости от вида базисного актива различают опционы на корпоративные ценные бумаги, на фондовые индексы, на государственные долговые обязательства, на иностранную валюту, на товары, на фьючерсные контракты.

В зависимости от зрения сроков исполнения принято различать:

- европейский опцион, когда контракт дает право купить или продать базисные активы по фиксированной цене только в определенный день (expiration date);
- американский опцион, дающий право покупки или продажи в любой день вплоть до оговоренной в контракте даты (именно эти опционы доминируют в мировой практике).

В том случае, если лицо, выписывающее опцион, владеет оговоренным в нем количеством базисных активов, опцион называется покрытым (covered), если такого обеспечения опциона нет, он называется непокрытым (uncovered). Выписка непокрытого опциона более рискованна; снизить риск можно путем одновременной продажи и покупки колл- и пут-опционов.

Опционные контракты спекулятивны и не имеют непосредственного отношения к деятельности конкретной фирмы по увеличению источников ее финансирования.

Своп – это торгово-финансовая операция, в виде обмена активами (или обязательствами), в которой заключение контракта о купле (продаже) ценных бумаг, валюты сопровождается заключением сделки об обратной продаже (купле) того же актива через определенный срок на тех же или иных условиях.

В качестве производных инструментов можно рассматривать также свопы, варранты, складские свидетельства, ордерные коносаменты, операции РЕПО и другие.

3. Структура фондового рынка

По характеру экономических отношений фондовый рынок делится на такие формы, как первичный и вторичный рынки.

Первичный фондовый рынок - это система экономических отношений, связанных с организацией эмиссии первого выпуска и размещения[9] (т.е. первичной продажей) ценных бумаг. На первичном

[9] Следует различать смысл таких понятий, как «выпуск», «эмиссия» и «размещение». *Эмиссия ценных бумаг* - это установленная законодательством последовательность действий эмитента - АО по размещению ценных бумаг. *Выпуск ценных бумаг* означает совокупность ценных бумаг одного эмитента (АО), которые предоставляют одинаковый объем прав владельцам и которые имеют одинаковые условия размещения. *Размещение ценных эмиссионных бумаг* - это отчуждение их первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок.

рынке ценные бумаги впервые появляются на публичных торгах, и в обмен на денежные средства инвестора впервые меняют своего собственника.

Вторичный фондовый рынок - это система экономических отношений, связанных с организацией оборота (т.е. дальнейшей перепродажей инвесторами) ранее выпущенных на первичный рынок ценных бумаг, а также размещением и обращением вторых и последующих выпусков (траншей) уже находящихся в обращении ценных бумаг.

Первичный рынок представляет собой с одной стороны рынок новых эмиссий, а с другой стороны метод, который реципиенты инвестиций используют для привлечения финансовых ресурсов. Для того, чтобы этот рынок работал успешно, необходимо, чтобы инвесторы обладали уверенностью в том, их вложения целесообразны. Следовательно, существует потребность в предоставлении им точной информации с тем, чтобы инвесторы имели возможность проводить сравнение с другими формами инвестиций и принимать решения, следует ли вкладывать деньги в данный выпуск. Развитый первичный рынок должен быть селективным для того, чтобы можно было судить о стоимости ценных бумаг. В развитом первичном рынке нуждается и эмитент для того, чтобы предложение на покупку ценных бумаг охватило как можно большую аудиторию потенциальных инвесторов, что должно позволить ему получить справедливую цену за предлагаемые ценные бумаги.

Применяется несколько методов допуска или листинга ценных бумаг на организованном первичном рынке. В их число входят прямое приглашение акционерным обществом (АО), предложение к продаже, тендерное предложение, частное размещение и допуск акций к котировке на бирже (листинг).

В ходе *прямого приглашения* АО приглашает потенциальных инвесторов подписаться на его ценные бумаги по фиксированной цене через опубликование проспекта эмиссии. Все необходимые формальности, включая андеррайтинг (гарантия выпуска), чаще всего выполняются эмиссионной компанией (обычно инвестиционным банком или компанией по работе с ценными бумагами). Компания может организовать синдикат банков и брокерских фирм, которые приобретают весь выпуск для распространения среди своих клиентов.

Предложение к продаже может использоваться в ситуации, когда кто-то из первоначальных или существующих акционеров хочет предложить свои акции населению. Например, Правительство РФ, как один из акционеров РАО «Газпром» предложило 5% из принадлежащего

РФ сорокапроцентного пакета акций на продажу. Старые акционеры получили право первыми приобрести предлагаемые акции.

Тендерное предложение состоит в том, что инвестору предлагается участвовать в конкурсе на приобретение акций. После последнего срока подачи заявок финансовые советники АО-эмитента рассчитывают «цену исполнения» (цену отсечения), которая позволит этому АО привлечь максимально требуемое финансирование, цена исполнения может быть занижена, если эмитент нацеливает эмиссию на особенно широкий круг акционеров (большое число акционеров, владеющих небольшим количеством акций каждый). Если размещение поручается андеррайтеру, то выпуск будет продан по минимальной цене тендера.

Частное размещение – это метод, при котором инвестиционный банк (андеррайтер) подписывается на предлагаемые акции, предварительно определив небольшую группу клиентов, которым он затем перепродаст акции. Инвестиционный банк может использоваться в и качестве агента и отвечать за поиск конечных инвесторов для АО-эмитента. Это метод часто бывает дешевле для АО, чем публичное предложение, так как даже, несмотря на то, что цена может быть несколько занижена для клиентов (для того, чтобы сделать инвестиции более привлекательными), затраты будут меньше, чем на андеррайтинг[10].

При использовании *допуска акций к котировке на бирже (листинга)* нет необходимости в выпуске новых ценных бумаг, но акционерный капитал АО должен быть в достаточной степени оплачен. При такой форме предложения АО не привлекает никаких новых средств. АО должно предоставить документ о допуске, но, как правило, от него не требуется предоставление проспекта эмиссии, за исключением тех случаев, когда вслед за допуском АО планирует дополнительный выпуск акций или действия по привлечению средств.

Вторичный фондовый рынок состоит из двух частей: рынка для находящихся в обращении выпусков ценных бумаг и рынка дополнительных выпусков ценных бумаг, уже находящихся в обращении, независимо о того, является ли результатом выпуска привлечение новых средств или нет. Условием вторичного обращения ценных бумаг является получение листинга (см. выше) однако, по новым выпускам уже котирующихся на бирже ценных бумаг, применятся специфические методы допуска:

- новые выпуски уже обращающихся ценных бумаг могут получить *листинг через исполнение опциона* на новые акции (схемы

[10] Заметим, что регулирующие органы рынка ценных бумаг, защищая интересы инвесторов, предъявляют требования к минимальному числу акционеров и определенной доле акций, которая должна быть продана населению (обычно 25%). Использование такого метода, как размещение, может быть не только более дешевым методом для маленьких выпусков, но и наиболее быстрым.

премирования сотрудников или руководителей АО) или через *конверсию* котируемой ценной бумаги в другую форму ценной бумаги;

- *выпуск прав* на льготные условия приобретения ценных бумаг нового выпуска (по фиксированной цене, которая обычно несколько ниже текущей рыночной) акционерами пропорционально принадлежащей им доле акционерного капитала; если кто-то из акционеров не захочет приобрести эти права, то они могут быть проданы за пределами компании;
- *открытое предложение*, которое выносится на рассмотрение акционеров, приглашая их подписаться на покупку дополнительных акций по фиксированной цене, но, в отличие от выпуска прав, число приобретаемых акций необязательно будет зависеть от количества акций, которыми акционер уже владеет; этот процесс приводит к более высокой цене, так как акционеры, готовые заплатить больше, получат и больше акций;
- *бонусные или капитализационные выпуски*, в рамках которых акции создаются в результате капитализации (т.е. включения в уставный капитал) резервов и бесплатно раздаются существующим акционерам пропорционально числу акций, которыми они уже владеют.

Виды фондового рынка различаются по способу организации торговли и по видам обращающихся ценных бумаг.

По способу организации торговли различают биржевой рынок, внебиржевой (розничный) рынок и электронный фондовые рынки.

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

Розничный (внебиржевой рынок) используется для совершения небольших сделок, которые невыгодно исполнять через крупные специализированные торговые системы. Это связано с тем, что покупателю целесообразнее в таком случае приобретать ценные бумаги непосредственно у дилера. Это особый сегмент рынка ценных бумаг (OTC-market от английского Over the Counter - торговля из-за прилавка), отличающийся от биржевого рынка по многим параметрам. Отметим, что иногда на внебиржевом рынке совершаются, наоборот, весьма крупные сделки, например, купля-продажа контрольных пакетов. В целом, это рынок индивидуальных, нестандартизованных сделок.

Электронные рынки ценных бумаг возникли с появлением современных средств связи и информатики. В настоящее время в России существует несколько такого рода систем, из которых крупнейшими

являются в настоящее время ММВБ и РТС. Торговлю на этих рынках осуществляют профессиональные брокеры и дилеры, объединившиеся в ассоциации и НАУФОР (Национальная ассоциация участников фондового рынка России). В этих торговых системах проходят торги акциями «голубых фишек» (например, РТС-1 или собственно РТС) и акциями второго эшелона (например, РТС-2). Отличие от биржевой торговли заключается в механизме исполнения сделок: выставив в электронной системе заявку с котировкой и количеством лотов на приобретение интересующей его бумаги, покупатель ожидает появление встречной заявки. В случае появления таковой, электронная система исполняет сделку (подробнее технология электронных торгов описана в 7 настоящего учебного пособия).

По видам бумаг, обращающихся, в частности, на российском рынке сегодня различают:

- рынок государственных бумаг;
- рынок акций или корпоративных ценных бумаг, в котором в свою очередь выделяются три основных сегмента (иногда их называют эшелонами): «голубые фишки» (наиболее ликвидные акции крупнейших российских компаний), акции «второго эшелона», приближающиеся к ним, но еще не достигшие соответствующей ликвидности, и акции предприятий, практически не появляющиеся на рынке;
- рынок региональных ценных бумаг (в большинстве - муниципальных облигаций или облигаций субъекта федерации, который иногда также называют рынок субфедеральных ценных бумаг);
- рынки векселей разных эмитентов;
- рынки производных ценных бумаг (фьючерсов и опционов), где роль организатора торгов заключается, в первую очередь, в том, чтобы обеспечить исполнение обязательств, что достигается путем внесения обеими сторонами сделки специального залога – маржи; если одна из сторон не выполняет своих обязательств, маржа используется для компенсации убытка другой стороне.

4. Регулирование фондового рынка

4.1. Задачи, методы, принципы и объекты регулирования фондового рынка

Создаваемая государством система регулирования фондового рынка является главным инструментом государственной политики на фондовом рынке, состоящей в создании и обеспечении эффективного функционирования механизмов привлечения инвестиций в частный сектор российской экономики, в том числе:

- создание условий для финансирования дефицита государственного бюджета (прежде всего - федерального) на основе неинфляционного финансирования государственных расходов;
- обеспечение условий и создание надежных механизмов инвестирования средств населения;
- предотвращение социальных взрывов и конфликтов, могущих возникнуть в результате с операциями на фондовом рынке путем защиты прав участников рынка ценных бумаг, и в первую очередь, прав инвесторов;
- развитие цивилизованного рынка и углубление интеграции российского фондового рынка в мировой финансовый рынок, обеспечение самостоятельного места российского фондового рынка в системе международных рынков капиталов.

Указанные элементы государственной политики носят стратегический характер, комплиментарны и должны решаться комплексно, в увязке друг с другом. При их решении необходимо учитывать особенности фондового рынка как одного из основных механизмов аккумуляции и перераспределения инвестиционных ресурсов в народном хозяйстве: в основе функционирования рынка лежит добровольное вложение временно свободных денежных средств инвесторами в инструменты фондового рынка. По этой причине *главной* практической задачей государственного регулирования, от решения которой зависит само существование рынка, является обеспечение доверия инвесторов к рынку.

Основной *стратегической* задачей всей системы государственного регулирования рынка является формирование и обеспечение неукоснительного соблюдения таких правил деятельности всех его субъектов, при которых фондовый рынок наиболее эффективно выполняет свои основные макроэкономические функции - мобилизацию свободных ресурсов для развития экономики и формирование доходных и надежных инструментов сбережения для населения.

Помимо общих макроэкономических функций, выполняемых фондовым рынком необходимо учитывать, что совокупность действующих на нем профессиональных участников сама по себе представляет чрезвычайно важную отрасль рыночной экономики, обеспечивающую значительное количество высокооплачиваемых рабочих мест и генерирующую значительные налоговые поступления. Таким образом, в задачи государственного регулирования входит также обеспечение развития фондового рынка как одной из важнейших отраслей сферы финансовых услуг, и сохранение национального контроля за этой отраслью. Основными *практическими* задачами развития фондового рынка как части национальной экономики являются:

- стимулирование операций с российскими ценными бумагами в России (в противном случае - если операции с российскими ценными бумагами будут осуществляться, главным образом, за границей - возможности развития этой отрасли будут резко ограничены);
- обеспечение конкурентоспособности российских финансовых институтов по отношению к иностранным финансовым институтам, действующим на российском фондовом рынке.

Решение указанных задач непосредственно связано с задачами *технического регулирования* рынка (поддержание оптимальных количественных и качественных параметров рынка): обеспечение ликвидности ценных бумаг, сглаживание резких колебаний курсов ценных бумаг в результате спекулятивной игры (например, на основе ограничения возможностей дилеров привлекать заемные средства для финансирования спекулятивных операций). В ряду задач технического регулирования особое место занимает предотвращение системных кризисов, которые могут быть вызваны, например, сбоями в работе расчетных и клиринговых систем.

В зависимости от специфики деятельности различных участников рынка органами государственного регулирования применяются различные методы как функционального, так и институционального регулирования.

Методы институционального регулирования связаны, прежде всего, с регулированием финансового положения конкретных финансовых институтов и качеством управления ими. Институциональное регулирование, таким образом, направлено на предупреждение финансовой несостоятельности объектов регулирования, и по этой причине охватывает все аспекты деятельности конкретных организаций с точки зрения их влияния на финансовое положение объектов регулирования. К числу методов институционального регулирования относятся, например, установление требований к размеру собственных средств участников, регулирование структуры активов и пассивов, ограничение или запрещение участия в рискованных операциях, которые могут привести к финансовой несостоятельности объекта регулирования.

В отличие от методов институционального регулирования, *методы функционального регулирования* связаны с установлением правил совершения определенных операций, т. е. выполнения определенных функций. Поскольку в большинстве случаев для зашиты интересов инвесторов на фондовом рынке основной акцент делается на то, как профессиональные участники обслуживают клиентов, а не на финансовое состояние профессиональных участников, именно методы функционального регулирования составляют основу регулирования рынка ценных бумаг. Этим обуславливается необходимость принятия детальных стандартов профессиональной деятельности, которые являются одним из основных инструментов регулирования рынка ценных бумаг. Поскольку

методы функционального регулирования рынка, составляющие основу всей системы его регулирования, связаны с установлением правил совершения операций, они во многом смыкаются с вопросами деловой этики и обычаев делового оборота. Именно по этим вопросам интересы участников рынка и задачи государства по многим позициям совпадают, что позволяет использовать *саморегулирование* как метод оперативного решения текущих вопросов.

Совпадение интересов государства и участников рынка существует, прежде всего, в сфере предупреждения и разрешения конфликтов между участниками, улучшения управления рисками, снижения возможностей для мошенничества и других противоправных действий, поддержки ликвидности и стабильности рынка, внедрения лучших стандартов профессиональной деятельности. Решение указанных задач на базе саморегулируемых организаций требует специализации последних по видам профессиональной деятельности, а характер решаемых задач - формирование стандартов профессиональной деятельности и принуждение к их исполнению - обуславливает необходимость отказа от принципа конкурентности в сфере саморегулирования.

К основным *принципам регулирования* фондового рынка относятся:

- принцип государственного регулирования, который заключается в том, что вся система регулирования рынка (включая систему саморегулирования) создается государством, выполняющим универсальную функцию по защите граждан и их интересов, осуществляющим меры по защите прав участников фондового рынка на основе лицензирования и регулирования всех видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- принцип единства нормативной базы, режима и методов регулирования рынка на всей территории Российской Федерации;
- принцип минимального государственного вмешательства и максимального саморегулирования, который означает, что государство регулирует деятельность субъектов рынка лишь в тех случаях, когда это абсолютно необходимо, и делегирует часть своих нормотворческих и контрольных функций профессиональным операторам фондового рынка, организованным в саморегулируемые организации;
- принцип равных возможностей, означающий стимулирование государством конкуренции на фондовом рынке через отсутствие преференций для отдельных участников рынка, равенство всех участников фондового рынка перед органами регулирования рынка, гласное и конкурсное распределение государственной поддержки различных проектов на фондовом рынке, отсутствие преимуществ для государственных предприятий, функционирующих на фондового рынке, перед коммерческими, запрет для государственных органов давать

публичные оценки профессиональных участников рынка и отказ от государственного регулирования цен на услуги профессиональных участников рынка (кроме компаний - реестродержателей);

- принцип преемственности в развитии системы регулирования рынка, который заключается в эволюционном, планомерном характере ее развития, следование установленным долгосрочным ориентирам государственной политики в этой сфере, предоставлении возможностей адаптации к изменениям в системе регулирования рынка для всех субъектов регулирования.

К основным *объектам регулирования* (участникам фондового рынка) относят:

- эмитентов ценных бумаг и организации, привлекаемые эмитентами для исполнения своих обязанностей перед инвесторами (включая регистраторов, аудиторов, платежных агентов и т. д.);
- профессиональных участников (посредников), действующих на фондовом рынке, осуществляющих профессиональную деятельность на фондовом рынке (включая брокерскую, дилерскую, депозитарную и иные виды деятельности); среди профессиональных участников фондового рынка особую роль играют инфраструктурные организации (фондовые биржи и другие организаторы торговли, расчетные и клиринговые организации);
- инвесторов и организации, профессионально занимающиеся управлением инвестициями.
- саморегулируемые организации профессиональных участников фондового рынка.

В основе регулирования всех видов профессиональной деятельности на фондовом рынке и деятельности по управлению инвестициями лежит лицензирование указанных видов деятельности. Следует отметить, что лицензирование в широком смысле не сводится к однократному акту выдачи лицензии тому или иному участнику рынка, а предполагает систематические проверки деятельности участников рынка на предмет выполнения требований, вытекающих из обладания лицензией на ведение конкретной профессиональной деятельности.

Прямое регулирование деятельности большинства участников рынка входит в компетенцию Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР).

Регулирование деятельности ряда участников рынка (например, коммерческих банков, страховых компаний или негосударственных пенсионных фондов), полностью или частично (в отдельных аспектах их деятельности) отнесено к компетенции других ведомств. В итоге совокупное регулирование фондового рынка в России осуществляется несколькими органами, в компетенцию которых входят разные аспекты. Этими органами являются Центральный банк России, Министерство

финансов России, Антимонопольный комитет, Госналогслужба России и другие органы. Участие различных ведомств в регулировании деятельности субъектов фондового рынка строится на основе предусмотренного законодательством обязательного согласования всех нормативных актов по вопросам фондового рынка всех органов государственной власти и управления, принимаемых ими в пределах своей компетенции, с ФСФР России.

4.2. Функции, задачи и права федеральной службы по финансовым рынкам

Федеральная служба по финансовым рынкам - это федеральный орган исполнительной власти по проведению государственной политики в области РЦБ, контролю за деятельностью профессиональных участников РЦБ через определение стандартов их деятельности и по определению стандартов эмиссии ценных бумаг[11]. ФСФР вправе квалифицировать ценные бумаги и определять их виды в соответствии с законодательством.

ФСФР призвана выполнять ряд функций, обеспечивающих развитие и эффективное функционирование фондового рынка РФ, реализация каждой из которых требует решения ряда прикладных задач.

Реализация функции *обеспечения динамичного развития рынка ценных бумаг в соответствии с национальными интересами России* имеет особенно важное значение на современном этапе, когда формируются основные элементы инфраструктуры рынка, идет становление и быстрое развитие основных групп его профессиональных участников, формируются правила деловой этики и обычаи делового оборота, и предполагает решение следующих задач:

- разработка основных направлений развития фондового рынка;
- координация деятельности федеральных органов исполнительной власти по вопросам развития фондового рынка;
- поддержка важнейших инфраструктурных проектов: обеспечения создания саморегулируемых организаций;
- проведение семинаров, конференций, использования других форм обучения и повышения профессиональной квалификации специалистов и персонала профессиональных участников фондового рынка, эмитентов и инвесторов;
- создание и развитие системы нормативных актов по вопросам профессиональной деятельности на фондовом рынке, участие в разработке законодательной базы рынка ценных бумаг (комплекс функций, связанных с формированием законодательной и нормативной базы рынка);

---

[11] Полномочия ФСФР не распространяются на процедуру эмиссии долговых обязательств Правительства РФ и ценных бумаг субъектов федерации.

- утверждение стандартов эмиссии ценных бумаг, в том числе иностранных эмитентов, осуществляющих эмиссию ценных бумаг на территории Российской Федерации, и порядка;
- регистрации эмиссии и проспектов эмиссии ценных бумаг;
- разработка и утверждение единых правил осуществления профессиональной деятельности с ценными бумагами, в том числе стандарты страхования и гарантий на фондовом рынке;
- утверждение обязательных требований к операциям с ценными бумагами, в том числе обеспеченным недвижимым имуществом, нормы допуска ценных бумаг к их публичному размещению, обращению, котированию и листингу, расчетно-депозитарной деятельности;
- утверждение единых требований к порядку ведения реестра именных ценных бумаг;
- утверждение порядка осуществления различных видов деятельности на фондовом рынке и деятельности по оценке и управлению имуществом паевых инвестиционных фондов;
- определение стандартов деятельности инвестиционных (в том числе паевых), негосударственных пенсионных, страховых фондов и их управляющих компаний, а также страховых компаний на фондовом рынке;
- разработка проектов законодательных и иных нормативных актов, связанных с вопросами регулирования фондового рынка, лицензирования деятельности его профессиональных участников, саморегулируемых организаций профессиональных участников фондового рынка;
- контроль соблюдения законодательных и нормативных актов о ценных бумагах, проведение их экспертизы;
- разработка методических рекомендаций по практике применения законодательства Российской Федерации о ценных бумагах.

Функция *создания и обеспечения эффективного функционирования системы регулирования фондового рынка, системы лицензирования и надзора за деятельностью субъектов рынка*, реализация которой основана на том, что ФСФР является основным элементом системы регулирования рынка, включающей также ряд других министерств и ведомств, а также саморегулируемые организации, предполагает решение таких задач как:

- выдача генеральных лицензий на осуществление деятельности по лицензированию деятельности профессиональных участников фондового рынка.
- утверждение порядка, осуществление лицензирования и ведение реестра саморегулируемых организаций профессиональных участников фондового рынка.
- руководство региональными отделениями ФСФР России.

Выполнение основных функций по лицензированию и надзору за деятельностью субъектов рынка, пресечение незаконной деятельности на фондовом рынке, обеспечивается тем, что ФСФР не только координирует деятельность всех элементов системы регулирования рынка, но также непосредственно выполняет основную часть работы по лицензированию и надзору за деятельностью субъектов рынка) и требует решения следующих задач:

- осуществление контроля за соблюдением эмитентами, профессиональными участниками рынка ценных бумаг, саморегулируемыми организациями профессиональных участников фондового рынка требований законодательства Российской Федерации о ценных бумагах, стандартов и требований, утвержденных ФСФР России.
- обеспечение раскрытия информации о зарегистрированных выпусках ценных бумаг, деятельности, связанной с управлением имуществом паевых инвестиционных фондов, профессиональных участников фондового рынка бумаг и регулировании фондового рынка.
- обеспечение создания общедоступной системы раскрытия информации на рынке ценных бумаг.
- ведение реестра выданных, приостановленных и отозванных лицензий;
- осуществление надзора за соответствием объема выпуска эмиссионных ценных бумаг их количеству в обращении:
- обращение в арбитражный суд с исками о ликвидации юридического лица, нарушившего требования законодательства Российской Федерации о ценных бумагах и применении к нарушителям санкций, установленных законодательством Российской Федерации.

Обратим внимание на то, что ФСФР имеет право, в частности, выдавать генеральные лицензии на осуществление лицензирования профессиональных участников фондового рынка, а также на осуществление контроля на фондовом рынке федеральным органам исполнительной власти (с правом делегирования функций по лицензированию их территориальным органам).

Выполнение обязанностей по развитию фондового рынка осуществляется в комбинации с контролем за их деятельностью, для чего ФСФР наделена соответствующими *правами*:

- устанавливать обязательные для профессиональных участников фондового рынка (за исключением кредитных организаций) нормативы достаточности собственных средств и иные показатели, ограничивающие риски по операциям с ценными бумагами;
- в случаях неоднократного или грубого нарушения профессиональными участниками фондового рынка законодательства Российской Федерации о ценных бумагах принимать решение о

приостановлении или аннулировании лицензии, выданной на осуществление профессиональной деятельности с ценными бумагами. Немедленно после вступления в силу решения Федеральной комиссии о приостановлении действия лицензии государственный орган, выдавший соответствующую лицензию, должен принять меры по устранению нарушений либо аннулировать лицензию;

- по основаниям, предусмотренным законодательством Российской Федерации, отказать в выдаче лицензии саморегулируемой организации профессиональных участников фондового рынка, аннулировать выданную ей лицензию с обязательным опубликованием сообщения об этом в средствах массовой информации;
- организовывать или совместно с соответствующими федеральными органами исполнительной власти проводить проверки деятельности, назначать и отзывать инспекторов для контроля за деятельностью эмитентов, профессиональных участников фондового рынка, саморегулируемых организаций профессиональных участников фондового рынка;
- направлять эмитентам и профессиональным участникам фондового рынка, а также их саморегулируемым организациям предписания, обязательные для исполнения, а также требовать от них представления документов, необходимых для решения вопросов, находящихся в компетенции Федеральной комиссии;
- направлять материалы в правоохранительные органы и обращаться с исками в суд (арбитражный суд) по вопросам, отнесенным к компетенции Федеральной комиссии (включая недействительность сделок с ценными бумагами);
- применять меры к должностным лицам и специалистам, имеющим квалификационные аттестаты на право совершения операций с ценными бумагами, в случае нарушения законодательства Российской Федерации;
- устанавливать нормативы, обязательные для соблюдения эмитентами ценных бумаг, и правила их применения;
- квалифицировать новые виды ценных бумаг и определять их виды в соответствии с законодательством Российской Федерации.

4.3 Саморегулируемые организации (СРО) фондового рынка

Помимо ФСФР важным элементом системы регулирования фондового рынка являются саморегулируемые организации профессиональных участников рынка ценных бумаг (СРО). Их роль заключается в том, чтобы на основании опыта, накопленного непосредственно участниками рынка, вырабатывать более детальные, чем ФСФР нормы и требования, контролировать их соблюдение и тем самым

приближать регулятора рынка к его участнику. Подчеркнем, что участники фондового рынка в значительной мере заинтересованы в определенных общих нормах: стандартах деятельности, документов и форм, в ряде случаев - в контроле деятельности партнеров. Эти функции наиболее эффективно способен выполнить орган, ближе близкий к непосредственным участникам рынка, чем государственный. Таким органом и является СРО.

Эффективная деятельность СРО основана на следующих предпосылках:

- участники рынка лучше всех знают, какие механизмы контроля и правила необходимы на практике;
- участники рынка обязаны финансировать контроль своей деятельности; их положение позволяет им лучше всех судить о нарушениях;
- участники рынка заинтересованы в выполнении высоких этических норм их коллегами.

Важно учитывать, что правила и стандарты, разрабатываемые и вводимые СРО, должны соответствовать требованиям регулирующего органа, т. е. фактически они могут только уточнять и усиливать их.

СРО - это добровольное объединение профессиональных участников РЦБ, действующее в соответствии с законом и функционирующее на принципах некоммерческой организации. СРО учреждается профессиональными участниками рынка ценных бумаг для обеспечения условий профессиональной деятельности участников рынка ценных бумаг, соблюдения стандартов профессиональной этики на рынке ценных бумаг, защиты интересов владельцев ценных бумаг и иных клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся членами саморегулируемой организации, установления правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами, обеспечивающих эффективную деятельность на рынке ценных бумаг.

СРО в соответствии с требованиями осуществления профессиональной деятельности и проведения операций с ценными бумагами, утвержденными ФСФР, устанавливает обязательные для своих членов правила осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, стандарты проведения операций с ценными бумагами и осуществляет контроль за их соблюдением.

СРО имеет следующие права:

- получать информацию по результатам проверок деятельности своих членов, осуществляемых в порядке, установленном ФСФР (региональным отделением ФСФР);
- разрабатывать в соответствии с законом правила и стандарты осуществления профессиональной деятельности и операций с ценными бумагами своими членами и осуществлять контроль за их соблюдением;

- контролировать соблюдение своими членами принятых СРО правил и стандартов осуществления профессиональной деятельности и операций с ценными бумагами;
- в соответствии с квалификационными требованиями ФСФР разрабатывать учебные программы и планы, осуществлять подготовку должностных лиц и персонала организаций, осуществляющих профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг, определять квалификацию указанных лиц и выдавать им квалификационные аттестаты.

Поскольку СРО приобретает довольно значительные права, в отношении ее членов законом предусматривается строгий контроль за ней со стороны регулирующих государственных органов. В частности, статус СРО приобретается только на основании разрешения, выдаваемого ФСФР. ФСФР контролирует правила СРО с тем, чтобы не допустить дискриминации одних ее членов другими, обеспечить должный контроль за ними.

К СРО предъявляются следующие требования:

- организация должна быть учреждена не менее, чем десятью профессиональными участниками рынка ценных бумаг;
- организация приобретает статус саморегулируемой организации на основании разрешения, выданного ФСФР;
- для получения разрешения в ФСФР представляются заверенные копии документов о создании саморегулируемой организации, правила и положения организации, принятые ее членами и обязательные для исполнения всеми членами саморегулируемой организации.

Правила и положения саморегулируемой организации должны содержать требования, предъявляемые к саморегулируемой организации и ее членам в отношении, например, профессиональной квалификации персонала, правил и стандартов осуществления профессиональной деятельности, правил, ограничивающих манипулирование ценами, документации, ведения учета и отчетности, минимальной величины их собственных средств; правил вступления в организацию профессионального участника рынка ценных бумаг и выхода или исключения из нее и участия в ее деятельности, защиты прав клиентов и некоторые другие.

СРО, являющаяся организатором торговли, обязана помимо указанных выше требований установить и соблюдать правила:

- заключения, регистрации и подтверждения сделок с ценными бумагами;
- проведения операций, обеспечивающих торговлю ценными бумагами (клиринговых и/или расчетных операций);

- оформления и учета документов, используемых членами организации при заключении сделок, проведении операций с ценными бумагами:
- разрешения споров, возникающих между членами организации при совершении операций с ценными бумагами и расчетов по ним, включая денежные;
- процедуры предоставления информации о ценах спроса и предложения, о ценах и об объемах сделок с ценными бумагами, совершаемых членами организации;
- оказания услуг лицам, не являющимся членами организации.

ФСФР имеет право отказать в выдаче разрешения на деятельность СРО, если в представленных организацией профессиональных участников рынка ценных бумаг документах не содержится названных выше требований, а также, если, например, из их содержания вытекает возможность дискриминации прав клиентов, пользующихся услугами членов организации или самих членов организации, необоснованных ограничений на вступление в организацию и выход из нее, ограничений, препятствующие развитию конкуренции профессиональных участников рынка ценных бумаг, в том числе регламентация ставок вознаграждения и доходов от профессиональной деятельности членов организации, регулирования вопросов, не относящихся к компетенции, а также не соответствующих целям деятельности саморегулируемой организации и предоставления недостоверной или неполной информации.

Отзыв разрешения саморегулируемой организации производится в случае установления ФСФР нарушений законодательства РФ о ценных бумагах, требований и стандартов, установленных ФСФР, правил и положений саморегулируемой организации, предоставления недостоверной или неполной информации.

5. Инфраструктура фондового рынка

5.1. Понятие, задачи и механизмы инфраструктуры фондового рынка

Под *инфраструктурой фондового рынка* понимается совокупность технологий, используемых на рынке для заключения и исполнения сделок, материализованная в разных технических средствах, институтах (организациях), нормах и правилах.

Развитие инфраструктуры идет параллельно с развитием самого рынка, с ростом его оборота. Пока число сделок невелико и обороты рынка малы, содержание инфраструктуры обходится дорого, поэтому она остается на примитивном уровне: процедуры купли-продажи ценных бумаг осложнены, поиск партнера по сделке случаен, гарантии совершения сделки практически отсутствуют. По мере роста оборота выполнение

отдельных этапов купли-продажи становится самостоятельным видом бизнеса. Критическим моментом является возможность за счет стандартизации данного этапа сделки и перехода к «массовому производству» снизить относительные транзакционные издержки[12] настолько, чтобы данный вид бизнеса оказался способным финансировать себя за счет отчислений сторон сделки.

Инфраструктура того или иного продуктового сегмента фондового рынка зависит от его развитости (оборота), состава участников и инструментов, на нем обращающихся. Однако, имеются некоторые общие черты инфраструктуры сегментов, повторяющиеся в инфраструктуре рынка как целого. Они определяются содержание операционных задач инфраструктуры:

- управление рисками на рынке ценных бумаг;
- снижение удельной стоимости проведения операций.

Роль инфраструктуры в *управлении риском* заключается в том, чтобы отделить разные виды риска друг от друга, позволить переложить на нее определенные виды рисков, определить ответственного за реализацию риска и реализовать ответственность участников за причиненные ими убытки.

Механизмы управления рисками можно подразделить на следующие группы:

- административные, влияющие на организационную структуру;
- технологические, контролирующие применяемую технологию;
- финансовые, включающие особые способы управления финансами;
- информационные, регулирующие потоки информации на рынке и вне его;
- юридические, обеспечивающие юридическую защиту в случае реализации риска.

Для построения эффективной системы управления рисками необходимо принятие адекватных административных, технологических и финансовых решений, подкрепленных соответствующими юридически значимыми документами.

Снижение удельной стоимости операций достигается за счет действия механизмов:

- стандартизации операции и документов,

---

[12] В издержки сторон включают не только прямые затраты (на поиск партнера, оформление документов и др.), но и косвенные, реализующиеся в рисках. Это означает, что в затраты нужно (с некоторым весом) включать потери, которые могут произойти в результате неправильного исполнения сделки (например, отказа от поставки после платежа, поставки фальшивых бумаг и других). Эти риски принимает на себя инфраструктура рынка

- концентрации операций в специализированных структурах,
- применение новых технологий, в частности информационных.

Решение операционных задач инфраструктуры фондового рынка основывается на функционирование его *обеспечивающих механизмов*, которые формируют условия снижения рисков и удельной стоимости операций по каждой конкретной сделке. Процесса заключения и совершения сделки, как последовательности стандартизованных (и, следовательно, потенциальных самостоятельных бизнес-продуктов – услуг инфраструктуры) этапов может быть представлен следующим образом.

Инвестор **А** владеет ценными бумагами и хочет их продать, а потенциальный инвестор **В** имеет свободные деньги, которые хочет вложить в ценные бумаги.

Этап 1.Принятие решение **В** о приобретении ценных бумаг.

Этап 2. Контакт **А** и **В**.

Этап 3. Совместное определение условий сделки, в том числе:

- цена сделки,
- условия поставки и платежа,
- срок исполнения сделки,
- гарантии исполнения сделки и ответственность сторон.

Этап 4. Должен быть заключен договор купли-продажи,

Этап 5. Исполнение сделки включая:

- платеж за бумаги со стороны **В**;
- поставку ценных бумаг **А**;
- проверка подлинности поставленных бумаг и платежа;
- оформление документов, переход прав собственности на ценные бумаги.

Этап 6. Уведомление о сделке эмитента ценных бумаг в случае, если это предусмотрено в отношении данного объекта сделки.

Перечисленные действия реализуются посредством функционирования следующих обеспечивающих механизмов инфраструктуры фондового рынка.

- *механизм раскрытия информации*: **В** предоставляется информация об обращающихся на рынке ценных бумагах, их достоинствах и недостатках; эта информация в первую очередь содержит сведения об их эмитентах, но, кроме того, и о состоянии рынка (например, ликвидности ценных бумаг).
- *торговый механизм (система)*: обеспечивается контакт **А** и **В,** им посредством брокеров (посредников) предоставляются сведения о надежности партнера, о котировке ценных бумаг, в соответствие с

принятой формой определения цены (см. 5.2), о принятых стандартах сделок и контрактов[13];

- *механизм исполнения сделки и платежа:* предоставление **В** услуг депозитария – инфраструктурного подразделения, депонирующее ценные бумаги, являющиеся объектом сделки и гарантирующего их наличие и подлинность, и **В** - услуг банка[14] по депонированию денег и услуг по купле-продаже - при получении уведомления о заключении сделки, депозитарий и банк одновременно передают деньги продавцу, а бумаги – покупателю (наиболее обеспечивая безрисковое исполнение сделок - поставка против платежа);
- *механизм регистрации прав собственности,* отражающий принятую в России бездокументарную форму эмиссии ценных бумаг и предоставляющий услуги по внесению изменений в реестр - в базу данных о составе держателей и числе принадлежащих им ценных бумаг в которой отражается, кто и каким количеством акций владеет – в реестр включается **А** и исключается (или изменяется число принадлежащих ему акций) **В**.

При больших оборотах в инфраструктуру фондового рынка вводится механизм *клиринга*, задачей которого является установление и подтверждение параметров всех заключенных в данной системе сделок и иногда подведение итогов.

5.2. Организационные элементы инфраструктуры фондового рынка: регистраторы и биржи

С ростом числа владельцев (крупное открытое акционерное общество) проблема ведения реестра становится острой, поскольку акционеры не знают друг друга, и контролировать правильность ведения реестра становится весьма важно. Для того, чтобы избежать злоупотреблений, эту функцию передают третьему лицу – *регистратору* (держателю реестра). Его функция заключается в том, чтобы быть лицом, независимым как от эмитента, так и от инвестора, и подтверждать права того или иного инвестора на ценные бумаги. Для ускорения регистрации прав собственности регистратор часто открывает депозитарию как

---

[13] В биржевой торговле для ускорения и удешевления сделок широко применяется их стандартизация. Договора купли-продажи на бирже также строго стандартизованы, в них заранее включены все условия сделки, кроме имен участников и цены. Как правилом биржевые сделки заключаются на стандартные количества акций (чаще всего 100 штук), именуемые лотами. Сроки поставки и платежа тоже строго оговорены. В настоящее время в ряде торговых систем эти сроки сведены к одному дню, хотя три дня являются стандартом на развитом рынке.

[14] Как правило, используется один банк, связанный с системой клиринга и биржей, в котором открывают счета все участники торгов, платежи при этом проходят просто проводками по этим счетам. Такой банк называется клиринговым.

номинальному держателю особый счет - депо, на который перечисляют бумаги клиента, в том числе – при совершении сделки.

Реестр - это основа учета прав на именные ценные бумаги, который ведет реестродержатель. Фактически реестр является отчетом, выдаваемым особой базой данных, входящей в систему ведения реестра. В состав хранимой информации включаются реквизиты инвестора (имя, адрес, счет в банке), количество ценных бумаг данного вида, принадлежащих этому инвестору, дата их приобретения и т.п. Помимо перечня реестр содержит все сведения, необходимые для удостоверения прав инвестора на ценные бумаги и обязанностей эмитента по отношению к инвестору.

У регистратора хранится информация о ценных бумагах (проспект эмиссии, решение о выпуске ценных бумаг) и эмитенте (его реквизиты). Эти записи хранятся на лицевых счетах инвесторов. При покупке или продаже бумаг одним инвестором другому регистратор соответствующим образом меняет записи на лицевых счетах. Основанием для этого служат соответствующим образом оформленное передаточное распоряжение инвестора-продавца, в котором тот поручает регистратору произвести соответствующие перечисления. Иногда требуются дополнительные документы (договор купли-продажи, доверенности и т. п.).

Исторически в России в процессе массовой чековой приватизации сложилось так, что регистратор не имел возможности общаться с инвесторами, приобретавшими акции приватизированных предприятий на чековых аукционах. Поэтому их взаимоотношения не могли быть урегулированы договорами. Эти отношения регулирует государство в лице Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, издающей соответствующие нормативные акты. С другой стороны, с эмитентом регистратор заключает договор, в котором описываются их права и обязанности, а также плата за ведение реестра.

Одной из проблем, порожденных такой ситуацией (регистратор получает доход от эмитента), стала проблема «карманных регистраторов» - формально независимых от эмитента, но фактически исполняющих его пожелания в ущерб инвесторам, иногда даже вопреки закону. В настоящее время с этим ведется борьба. Основным методом ее стало требование к укрупнению регистраторов, которые должны вести реестры многих разных акционерных обществ, так что ни одно из них не сможет оказывать решающего влияния на регистратора.

Кроме базы, система ведения реестра предполагает наличие соответствующих технологий ее поддержания, хранение документов и другие организационные мероприятия.

Основной задачей *биржи* является установление рыночной цены на тот или иной вид ценных бумаг и обеспечение совершения сделок,

заключенных на бирже, по этой или близкой цене. Для установления рыночной цены используется несколько систем

Аукционная система наиболее известна и применяется чаще всего для первичного размещения или продажи не очень ликвидных бумаг. Она предполагает сбор заявок с последующим их сравнением и выбором наиболее привлекательных для контрагента. Есть несколько ее вариантов, различающихся условиями подачи заявок и заключения сделок:

- голландский аукцион предполагает, что продавец, назначив заведомо завышенную стартовую цену, начинает ее снижать, пока не найдется покупатель;
- английский аукцион предполагает прямую борьбу между покупателями, последовательно повышающими цену на предложенный лот. Покупателем оказывается тот, чье предложение останется последним;
- закрытый аукцион предполагает предварительный сбор заявок с последующим выбором из них наиболее привлекательной.

Система с маркет-мейкерами (quote-driven system) обычно применяется для бумаг с ограниченной ликвидностью. Все участники торгов делятся на две группы - маркет-мейкеры и маркет-тейкеры. Маркет-мейкеры принимают на себя обязательства поддерживать котировки, т. е. публичные обязательства покупать и продавать данные бумаги по объявленными ими ценам. В обмен на такое обязательство остальные участники торгов (маркет-тейкеры) имеют право заключать сделки только с маркет-мейкерами. Условно можно сопоставить маркет-мейкеров с продавцами, постоянно торгующими на рынке, а маркет-тейкеров - с покупателями, которые приходят туда и, сравнив предложения продавцов, выбирают наиболее выгодное, но покупают только у кого-либо из них.

Система, основанная на заявках (order-driven system), предполагает подачу на торги одновременно заявок на покупку и на продажу. Если цены двух заявок совпадают, сделка исполняется. Эта система используется для наиболее ликвидных бумаг, когда нет недостатка в заявках.

Система со специалистами предполагает выделенных участников - специалистов, которые служат посредниками между брокерами, подающими им свои заявки. Специалисты заключают сделки от своего имени со всеми участниками торгов. Их прибыль появляется в результате игры на мелких колебаниях курса, которые они в обмен обязаны сглаживать.

Технологически любая из систем может быть реализована как в специальном помещении (торговый зал биржи), так и посредством электронных сетей связи.

Важной функцией биржи является осуществление клиринга – сбалансированного учета взаимных требований продавцов и покупателей.

Существует несколько основных разновидностей клиринга, которые делятся по разным признакам. По периодичности проведения учета различают:

- непрерывный клиринг, который осуществляется в режиме реального времени, т. е. каждая заключенная на бирже сделка немедленно поступает в обработку; эта система применяется при не очень большом числе сделок или при наличии очень мощного аппаратно-программного обеспечения;
- периодический клиринг, который производится регулярно с известным периодом: накапливается информация обо всех сделках, заключенных на бирже за период, а затем все сделки разом обрабатываются; периодический клиринг, как правило, проводится в конце каждой торговой сессии, что является компромиссом между стоимостью обработки и временем.

По характеру учета различают:

- двусторонний клиринг, который позволяет определить объем сделок, заключенных каждой парой торгующих и зафиксировать итоги каждой из сделок и общий итог (нетто-позицию) в рамках пары;
- многосторонний клиринг (неттинг) суммирует все сделки каждого участника торгов с разными контрагентами; в результате каждый участник получает одну позицию по каждому виду ценных бумаг.

Применение неттинга, с одной стороны, обеспечивает ускорение и удешевление расчетов, но с другой, приводит к увеличению системного риска, который возникает в случае, когда одна или несколько сделок оказываются сорванными (чаще всего, из-за ошибки брокера, например, продавшего больше бумаг, чем у него имелось). Ошибка в сделке может повлиять на дальнейший ход торгов (например, при продаже «лишних» бумаг, покупатель может, не зная об этом, перепродать их в течение той же торговой сессии третьему брокеру и т. д.), и суммарная ошибка нарастает, захватывая все больше участников торгов. Для того, чтобы управлять системными рисками, нужно предпринимать специальные меры, как организационные, так и технологические. Поэтому системы неттинга вводятся только при больших оборотах, там, где применение указанных мер оказывается дешевле, чем исправление ошибок. В числе мер предотвращения подобных рисков можно указать наличие специальных страховых фондов у каждого участника торгов, к которым обращаются в случае необходимости возместить потери с тем, чтобы баланс в конце сессии сошелся. За счет этих фондов (разумеется, на основании предварительно оговоренных правил и процедур) в принудительном порядке докупаются недостающие ценные бумаги.

Сегодняшние требования к биржам предполагают, что на исполнение сделки, заключенной на бирже, с учетом клиринга, поставки и

платежа отводится не более трех дней. В наиболее совершенных системах это происходит в день заключения сделки.

6. Эмиссия ценных бумаг

Эмиссия ценных бумаг является объектом нормативно-правового регулирования в целях препятствования выпуску на их суррогатов, которые по форме напоминают настоящие ценные бумаги, но не обладают их основными качествами. В этом смысле регулирование эмиссии является одним из ключевых способов защиты интересов потенциальных инвесторов.

Основные положения, регулирующие эмиссию акций и облигаций, сформулированы в федеральных законах «Об акционерных обществах» и «О рынке ценных бумаг»[15] и конкретизированы в Постановление ФСФР России «Об утверждении Стандартов эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии».

Процедура эмиссии состоит из нескольких этапов (если иное не предусмотрено законодательством РФ):

- принятие эмитентом решения о выпуске ценных бумаг;
- регистрация выпуска ценных бумаг**;**
- для документарной формы выпуска - изготовление сертификатов ценных бумаг;
- размещение ценных бумаг
- регистрация отчета об итогах выпуска ценных бумаг.

Если предполагаемое число владельцев ценных бумаг значительно (неограниченный круг владельцев или заранее известный круг владельцев, число которых превышает 500), то у них могут возникнуть сложности с получением подробной информации о выпуске, требуется дополнительно зарегистрировать проспект эмиссии - документ, содержащий основную информацию о выпуске и эмитенте. При регистрации проспекта эмиссии ценных бумаг процедура эмиссии дополняется следующими этапами:

- подготовка проспекта эмиссии эмиссионных ценных бумаг;
- регистрация проспекта эмиссии эмиссионных ценных бумаг;
- раскрытие информации, содержащейся в проспекте эмиссии;
- раскрытием информации, содержащейся в отчете об итогах выпуска[16].

---

[15] Закон «О рынке ценных бумаг» не регулирует процедуру эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг.

[16] Закон запрещает производить эмиссию ценных бумаг, производных по отношению к эмиссионным ценным бумагам, итоги выпуска которых не прошли регистрацию.

Содержание основных этапов эмиссии ценных бумаг следующее.

Регистрация выпуска состоит в официальной фиксации обязательств эмитента, удостоверяемых ценной бумагой объема эмиссии и других параметров ценной бумаги. Это делается для того, чтобы эмитент не мог впоследствии изменить условия выпуска. При регистрации также производится проверка уставных документов эмитента. Для регистрации выпуска эмитент обязан представить в регистрирующий орган определенные документы (заявление на регистрацию, решение о выпуске эмиссионных ценных бумаг; при необходимости - проспект эмиссии и некоторые другие). При регистрации выпуска ему присваивается государственный регистрационный номер. Закон предусматривает строго определенный перечень оснований для отказа в регистрации, например, нарушение эмитентом требований законодательства Российской Федерации о ценных бумагах, несоответствие представленных документов и состава содержащихся в них сведений требованиям закона, внесение в проспект эмиссии сведений, не соответствующих действительности и другие.

Регистрация проспекта эмиссии предполагает соответствие его содержания установленным требованиям, включая:

- данные об эмитенте: полное и сокращенное наименование эмитента, имена или наименования учредителей, юридический адрес, информацию о лицах, владеющих не менее чем *5* процентами уставного капитала эмитента, список всех юридических лиц, в которых эмитент обладает более чем *5* процентами уставного капитала; список всех филиалов и представительств эмитента и некоторые другие;
- данные о финансовом положении эмитента[17]: бухгалтерские балансы и отчеты о финансовых результатах деятельности эмитента, отчет о формировании и об использовании средств резервного фонда, размер просроченной задолженности эмитента кредиторам и по платежам в соответствующий бюджет, данные об уставном капитале эмитента, отчет о предыдущих выпусках эмиссионных ценных бумаг эмитента;
- сведения о предстоящем выпуске ценных бумаг: информация о форме и виде ценных бумаг с указанием порядка хранения и учета прав на ценные бумаги, об общем объеме выпуска, о количестве ценных бумаг в выпуске, об эмиссии ценных бумаг; о сроках начала и окончания размещения эмиссионных ценных бумаг, о ценах и порядке оплаты приобретаемых владельцами эмиссионных ценных бумаг, о профессиональных участниках рынка ценных бумаг или об их объединениях, которых предполагается привлечь к участию в размещении

[17] Эти сведения не указываются в проспекте эмиссии при создании акционерного общества, за исключением случаев преобразования в него юридических лиц иной организационно-правовой формы.

выпуска, о получении доходов по эмиссионным ценным бумагам; о наименовании органа, осуществившего регистрацию выпуска эмиссионных ценных бумаг.

Приведенный обширный перечень сведений призван снабдить потенциального инвестора информацией, необходимой для принятия решения о покупке ценных бумаг данного выпуска или отказе от нее.

В тех случаях, когда хотя бы один выпуск эмиссионных ценных бумаг эмитента сопровождался регистрацией проспекта эмиссии, эмитент обязан *раскрыть информацию* о своих ценных бумагах и своей финансово-хозяйственной деятельности в форме ежеквартального отчета и сообщения о существенных фактах, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента.

Ежеквартальный отчет эмитента должен содержать, например, следующие данные:

- данные о финансово-хозяйственной деятельности эмитента (бухгалтерский баланс, счета прибылей и убытков);
- факты, повлекшие увеличение чистой прибыли или убытков эмитента более чем на 20 процентов по сравнению с предыдущим кварталом;
- данные о формировании и использовании резервного и других специальных фондов эмитента.

Сообщениями о существенных фактах, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента, признаются сведения:

- об изменениях в списке лиц, входящих в органы управления эмитента (за исключением общего собрания участников в обществах с ограниченной ответственностью и общего собрания акционеров в акционерных обществах);
- об изменениях в размере участия лиц, входящих в органы управления эмитента, в уставном капитале эмитента, а также его дочерних и зависимых обществ и об участии этих лиц в капитале других юридических лиц, если они владеют более чем 20 процентами указанного капитала;
- об изменениях в списке владельцев (акционеров) эмитента, владеющих 20 процентами и более уставного капитала эмитента;
- об изменениях в списке юридических лиц, в которых данный эмитент владеет 20 процентами и более уставного капитала;
- о реорганизации эмитента, его дочерних и зависимых обществ;
- о начисленных и/или выплачиваемых доходах по ценным бумагам эмитента;
- о погашении ценных бумаг;
- о выпусках ценных бумаг, приостановленных или признанных несостоявшимися;

- о появлении в реестре эмитента лица, владеющего более чем 25 процентами его эмиссионных ценных бумаг любого отдельного вида.

Закон вводит определенные ограничения на процедуру размещения ценных бумаг, которые призваны ограничить возможности недобросовестной эмиссии, в том числе:

- эмитент имеет право начинать размещение выпускаемых им эмиссионных ценных бумаг только после регистрации их выпуска;
- эмитент может разместить меньшее количество эмиссионных ценных бумаг, чем указано в проспекте эмиссии; доля неразмещенных ценных бумаг, при которой эмиссия считается несостоявшейся, устанавливается в решении о выпуске ценных бумаг или проспекте эмиссии;
- эмитент обязан закончить размещение выпускаемых эмиссионных ценных бумаг по истечении одного года с даты начала эмиссии;
- запрещается размещение ценных бумаг нового выпуска ранее, чем через две недели после обеспечения всем потенциальным владельцам возможности доступа к информации о выпуске;
- запрещается при публичном размещении или обращении выпуска эмиссионных ценных бумаг закладывать преимущество при приобретении ценных бумаг одним потенциальным владельцам перед другими[18].

Отчет об итогах выпуска ценных бумаг должен содержать такую информацию, как даты начала и окончания размещения ценных бумаг, фактическую цену размещения ценных бумаг (по видам ценных бумаг в рамках данного выпуска), количество размещенных ценных бумаг, общий объем поступлений за размещенные ценные бумаги, и объем материальных и нематериальных активов, внесенных в качестве платы за размещенные ценные бумаги. Для акций в отчете об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг дополнительно указывается список владельцев, владеющих пакетом эмиссионных ценных бумаг, размер которого определяется ФСФР.

Закон вводит понятие недобросовестной эмиссии, под которой понимаются действия, выражающиеся в нарушении процедуры эмиссии, которые являются основаниями для отказа регистрирующими органами в регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг, признания выпуска

---

[18] Настоящее положение не применяется в следующих случаях:

- при эмиссии государственных ценных бумаг;
- при предоставлении акционерам АО преимущественного права выкупа новой эмиссии ценных бумаг в количестве, пропорциональном числу принадлежащих им акций в момент принятия решения об эмиссии;
- при введении эмитентом ограничений на приобретение ценных бумаг нерезидентами.

эмиссионных ценных бумаг несостоявшимся или приостановления эмиссии эмиссионных ценных бумаг. В случае признания выпуска эмиссионных ценных бумаг недействительным все ценные бумаги данного выпуска подлежат возврату эмитенту, а средства, полученные эмитентом от размещения выпуска ценных бумаг, признанного недействительным, должны быть возвращены владельцам.

Ценные бумаги, выпущенные эмитентами, зарегистрированными в Российской Федерации, допускаются к обращению за пределами Российской Федерации по решению Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг.

7. Организация электронной биржевой торговли ценными бумагами

Наиболее прогрессивным способом организации торгов ценными бумагами является биржевые электронные торги. Электронная торговая система – это, как и биржа (а современные биржи являются такими электронными торговыми системами), организованная форма встречи продавцов и покупателей ценных бумаг, основанная на использовании современных торговых технологий. На этой площадке участники торгов имеют возможность выставлять и снимать выставленные заявки, заключать стандартизованные сделки, которые регистрируются в торговой системе. При этом торговая система производит расчеты по сделкам между их участниками (по деньгам и ценным бумагам) и организует оплату комиссионных отчислений в пользу ТС, а также предоставляет участникам торгов и иным пользователям информацию о сделках, на основании расчета различных статистических показателей.

Для того, чтобы осуществлять сделки в электронной торговой системе, необходимо:

- завести в торговую систему объекты торговли – ценные бумаги, то есть пройти выполняется процедуру допуска - листинга ценных бумаг;
- зарегистрировать в торговой системе участников торгов – трейдеров;
- завести в торговую систему денежные средства и ценные бумаги трейдеров;
- обеспечить регистрацию прав трейдеров на ценные бумаги;
- обеспечить взаиморасчеты по сделкам всех участников торгов.
- обеспечить раскрытие информации в торговой системе и иное информационное обеспечение всех участников торгов.

На рис. 1. представлена принципиальная схема организации электронных торгов.

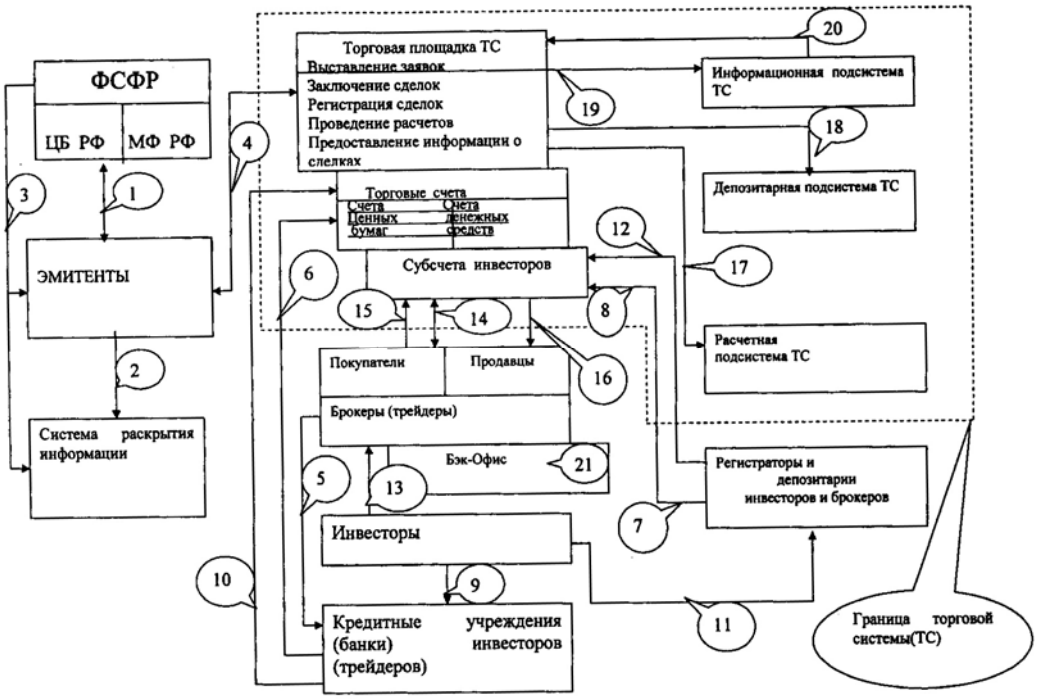

Рис 1. Принципиальная схема организации торговой системы (ТС)

Стрелками на схеме обозначены следующие функции инфраструктуры фондового рынка, участников торгов и собственно электронной торговой системы (ТС):

1. Регистрация эмиссии ценных бумаг (проспектов эмиссии, отчетов о размещении ценных бумаг).
2. Предоставление информации об эмитентах в систему раскрытия информации.
3. Контроль раскрытия информации и размещения ценных бумаг.
4. Листинг.
5. Платежное поручение брокеров (трейдеров, дилеров) кредитным организациям о перечислении денежных средств на торговые счета ТС.
6. Зачисление денежных средств на соответствующие счета денежных средств ТС.
7. Поручение о переводе на счета ценных бумаг ТС ценных бумаг.
8. Зачисление ценных бумаг на соответствующие торговые счета ЦБ ТС.
9. Платежные поручения о перечислении денежных средств на субсчета денежных средств ТС инвесторов.
10. Зачисление денежных средств инвесторов на соответствующие субсчета денежных средств ТС.
11. Поручение о переводе на субсчета ценных бумаг ТС ценных бумаг инвесторов.

12. Зачисление ценных бумаг инвесторов на субсчета ценных бумаг ТС.

13. Поручение на покупку (продажу) ценных бумаг.

14. Проверка соответствия поручения лимитам денежных средств и лимитам ценных бумаг инвестора и брокера.

15. В случае соответствия лимитов, выставление заявки на куплю-продажу ЦБ (открытие позиции).

16. Совершение сделки купли-продажи.

17. Проведение взаиморасчетов по денежным средствам (списание денежных средств со счета покупателя и зачисление их на счет продавца, перечисление комиссионных средств брокеру).

18. Проведение взаиморасчетов по ценным бумагам (списание ценных бумаг со счета продавца и зачисление их на счет покупателя.

19. Поступление информации о параметрах сделки в информационную подсистему ТС.

20. Публикация информации о параметрах сделок и ходе торгов.

21. Внутренний учет всех операций, оформление и учет всех сделок каждой организации-участника торгов («бэк-офис» - подразделение ТС).

Функционирование собственно торговой системы начинается с процедуры листинга (функция схемы – Ф4) ценой бумаги, предварительно прошедшую процедуру регистрации эмиссии (Ф1), раскрытия информации (Ф2) и ее контроля (Ф3), которые осуществляются ФСФР (по генеральной лицензии - ЦБ РФ и Минфином РФ).

Для функционирования ТС необходимо организовать в системе торговые счета по деньгам и ценным бумагам участников торгов – членов биржи. Для этого ТС заключает договора на обслуживание с банком и депозитарием (регистратором): банк ведет специальные торговые счета, на которых участники торгов учитывают движение своих денежных средств в результате совершения стандартизованных сделок купли-продажи ценных бумаг, а депозитарий (регистратор) ведет специальные счета-депо (лицевые счета) по каждой ценной бумаге каждого участника торгов на которых последние учитывают движение по ценным бумагам в результате совершения стандартизованных сделок купли-продажи ценных бумаг. Учет в системе электронных торгов ведется в режиме «он-лайн».

Участники торгов – члены ТС - перечисляют на открытые в ТС свои торговые счета по деньгам денежные средства, путем платежных поручений своим банкам (Ф5), которые в свою очередь, производят перевод денежных средств, которые зачисляются на денежные торговые счета (Ф6). При этом члены ТС должны пройти процедуру допуска к торгам, в частности представить документы, включая лицензии на виды деятельности на РЦБ в качестве, например брокеров и/или дилеров и т.п.,

выделить специалиста, который, пройдя обучение и сдав соответствующие экзамены, будет иметь право торговать в ТС.

Далее, участники торгов переводят на свои торговые счета по ценным бумагам, путем передаточного распоряжения (Ф7) своему депозитарию ценные бумаги, который, в свою очередь, переводит ценные бумаги в ТС, (Ф8). Эта операция связана с так называемым номинальным владением (или номинальным держателем) ценными бумагами (номинальное владение означает оперативное управление имуществом в пользу его владельца, без публичного обозначения владельца; номинальный держатель, не являясь собственником имущества, распоряжается последним в интересах публично неизвестного владельца). Суть метода номинального владения ценными бумагами состоит в том, что им становится депозитарий (регистратор), обслуживающий ТС, который ведет субреестр по каждой ценной бумаге[19]. Каждый член ТС - участник торгов передает по договору номинального владения свои ценные бумаги депозитарию. Заключая стандартизованную сделку купли-продажи, реальный владелец дает право по этой сделке номинальному владельцу списать со своего счета-депо, когда владелец находится в позиции продавца, и перезачислить на счет другого участника торов- членов биржи, проданное число акций. В тот же момент времени, на основании той же стандартизованной сделки, банк обслуживающий ТС снимает со счет по деньгам покупателя подтвержденную заключенной сделкой сумму денежных средств и перечисляет их на денежный счет продавца. Одновременно происходит перечисление комиссионных в пользу ТС. Вся сделка осуществляется в режиме он-лайн, причем покупатель вступает в права владения ценными бумагами в момент их зачисления на счета-депо, что обеспечивает и скорость всех трансакций и низкие риски сделки.

После выполнения перечисленных процедур ТС готова для организации торгов участников ТС – членов биржи.

Для многочисленных инвесторов, не являющихся членами биржи торговля пока может быть осуществлена только через посредников – брокеров. Для того, чтобы инвесторы имели возможность торговать в ТС непосредственно, каждый член ТС имеет право в пределах своих торговых счетов открывать торговые субсчета своих клиентов, как по деньгам, так и по ценным бумагам. Инвестор перечисляет на свои субсчета в пределах счета участника ТС по деньгам и ценным бумагам путем подачи поручений своим банкам и депозитариям на перечисление денежных средств (Ф9) и ценных бумаг (Ф11), которые перечисляют деньги (Ф10) и ценные бумаги (Ф12) на соответствующие субсчета.

---

[19] Система номинального владения позволяет фиксировать результаты сделок, не обращаясь немедленно к реальному реестру, что связано с существенными техническими сложностями и резко увеличивает срок исполнения сделок.

Теперь ТС готова к тому, что и инвесторы могут участвовать в торгах, минуя брокера; при этом с точки зрения ТС в торгах участвуют счета члена ТС, т.к. ТС не проводит операций по субсчетам инвесторов. Для торговли инвестор выставляет заявку (Ф13) в ТС. ТС проверяет заявку на лимиты по деньгам и ценным бумагам (Ф14 и Ф15). Если заявка не превышает лимиты, то она попадает на торговую площадку ТС.

Если на торговой площадке появляются заявки на продажу и на покупку с идентичными ценами, происходит заключение (совершение) сделки (Ф16) по установленным ценам по минимуму выставленных в одной из заявок объемам ценных бумаг (лотов). Одновременно происходят изменения на торговых счетах по деньгам и ценным бумагам и у продавца и у покупателя (Ф17 и Ф18).

Каждая сделка фиксируется в ТС в момент ее совершения (Ф19). Информация о сделках и статистика сделок в форме необработанной (характеристики каждой сделки) и обработанной (всевозможные средние за выбранные промежутки времени, динамику котировок, объемов торгов и т.д.) информации, поступает участникам торгов (Ф20) для принятия решений о купле-продаже ценных бумаг.

Член ТС обязан предоставлять информацию обо всех сделках, осуществленных каждым инвестором, о движении денег и ценных бумаг по их торговым субсчетам в течение через несколько часов, после окончания биржевых торгов, на в эти календарные сутки. Это осуществляется через бэк-офис члена ТС, который осуществляет внутренний учет всех операций члена ТС (Ф21). Наличие бэк-офиса, связанного с одной стороны со всеми операциями инвесторов и самого члена ТС, с другой стороны с бухгалтерским учетом члена ТС дает объективную возможность видеть реальное состояние инвестора и компании – члена ТС.

8. Раскрытие информации на фондовом рынке

Система раскрытия информации, возникающей в процессе функционирования фондового рынка, необходима для того, чтобы его участники получали полные, актуальные и достоверные данные о действиях друг друга и принимали решения, основываясь на своих оценках реальных фактов. Инвестор, который не получает подробной и точной информации об объекте предполагаемых инвестиций, в первую очередь о целях привлечения и о результатах его хозяйственной деятельности, вложит их туда, где он такие данные получит. Поэтому создание системы раскрытия информации жизненно важно как для улучшения внутреннего инвестиционного климата, так и для повышения привлекательности российского рынка ценных бумаг для иностранных инвестиций.

При раскрытии информации основным является *принцип прозрачности*, реализация которого обеспечивает доступ к стандартизированной информации как о состоянии фондового рынка, так и о финансовом состоянии, методах управления и работе эмитентов, ценные бумаги которых продаются на открытом рынке.

Степень прозрачности фондового рынка определяется тем, насколько оперативно информация об исполненных и неисполненных торговых сделках (котировки, цены и объемы) на всех рынках торгующих данные ценные бумаги открывается широкой публике сразу после выставления котировки («pre-trade» transparency) или по завершении торговой сделки.

Прозрачность компании формируется путем публичного допуска к учредительным документам, проспекту или другим документам по эмиссии, к заявкам на листинг ценных бумаг, к годовой и промежуточной финансовой отчетности, проверенной независимыми аудиторами. В дополнение большинство крупнейших компаний добровольно раскрывают дополнительную информацию в форме годового отчета перед акционерами.

Успешное привлечение инвестиций предполагает обязательное раскрытие стандартизированной информации обо всех компаниях, акции которых обращаются на рынке, и выполняет следующие функции:

- предоставляет инвесторам информацию, необходимую для принятия взвешенного решения;
- снижает затраты на получение необходимой информации;
- позволяет осуществлять инвестиции тем российским и зарубежным инвесторам, у которых существуют строгие стандарты инвестирования;
- защищает инвесторов от мошенничества, препятствует случаям использования конфиденциальной информации инсайдерами и разрешает проблему конфликта интересов, обеспечивая общественный контроль действий руководства предприятия;
- стимулирует конкуренцию между предприятиями;
- защищает клиентов и кредиторов, предоставляя этим лицам информацию, позволяющую им принять решение, стоит ли им иметь дело с данной компанией;
- повышает добросовестность и ответственность руководства предприятий.

Стимулирование руководителей предприятий к раскрытию информации происходит под влиянием двух факторов:

инвестиционного: предприятия начинают раскрывать информацию о себе, прежде всего под воздействием потребности инвестициях;

законодательного: требования по раскрытию информации сформулированы в нормативно-правовых документах.

В соответствии с требованиями Закона «О рынке ценных бумаг» под раскрытием информации понимается «обеспечение ее доступности всем заинтересованным в этом лицам независимо от целей получения данной информации по процедуре, гарантирующей ее нахождение и получение» (ст. 20).

Согласно положениям этого Закона ежеквартальный отчет эмитента (включающий в себя финансовую отчетность за последние три завершенных года и на конец отчетного завершенного квартала) должен направляться в ФСФР России или уполномоченный ею государственный орган, а также предоставляться владельцам эмиссионных ценных бумаг эмитента по их требованию. Кроме того, эмитент должен направлять в ФСФР России или уполномоченный ею орган, а также раскрывать в печатных средствах массовой информации сообщения о существенных событиях и действиях, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента (реорганизация эмитента, сведения о выпуске ценных бумаг, начисленных и выплаченных доходах по ценным бумагам, об изменениях в списке акционеров, владеющих 20 и более процентами уставного капитала, и т. п.).

Кроме того, Закон «О рынке ценных бумаг» (гл. 7) устанавливает, что профессиональный участник фондового рынка при предложении и/или объявлении цен покупки и/или продажи эмиссионных ценных бумаг обязан раскрыть имеющуюся у него общедоступную информацию, раскрываемую эмитентом этих бумаг, или сообщить о факте отсутствия у него этой информации.

Согласно требованиям Закона «Об акционерных обществах» Закон «О бухгалтерском учете» устанавливает, что акционерные общества открытого типа, банки и другие кредитные организации, страховые организации, биржи, инвестиционные и иные фонды, создающиеся за счет частных, общественных и государственных средств (взносов), обязаны публиковать годовую бухгалтерскую отчетность не позднее 1 июня года, следующего за отчетным. При этом публичность бухгалтерской отчетности заключается в ее опубликовании в газетах и журналах, доступных пользователям бухгалтерской отчетности, либо распространении среди них брошюр, буклетов и других изданий, содержащих бухгалтерскую отчетность.

Конкретные механизмы раскрытия информации регулируются постановлениями ФСФР России, которые, например:

- устанавливают, что в случае публичного размещения облигаций и иных ценных бумаг акционерное общество должно публиковать информацию о размещении в «Приложении к Вестнику ФСФР», а также определяет сроки и объем публикуемой информации;
- определяют информацию, которую открытое акционерное общество должно ежегодно опубликовывать в дополнение к требованиям

Закона «Об акционерных обществах» (соотношение стоимости чистых активов и размера уставного капитала, количество акционеров и данные о реестродержателе);

- требуют применять установленный формат проспекта эмиссии акций и облигаций, включающий информацию, которая позволит потенциальному инвестору оценить доходность и рискованность вложения в новые ценные бумаги;
- вводят форматы и порядок предоставления эмитентами ежеквартальной отчетности и сообщений о существенных событиях и действиях, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента.

Для обеспечения большей доступности раскрываемой информации ФСФР предпринимает шаги по созданию электронной базы данных об эмитентах (ежеквартальных отчетов, проспектов эмиссии и т. д.). Это позволит ФСФР на регулярной основе получать информацию от российских эмитентов и обеспечивать ее дальнейшее распространение.

Важным направлением совершенствования раскрытия информации является приближение российской финансовой отчетности к международным стандартам.

С февраля 1996 года функционирует Internet-сервер ФСФР России, на котором представлена нормативная информация по рынку ценных бумаг, а также приведены сведения о выданных лицензиях и другая информация о регистраторах, депозитариях, управляющих компаниях ПИФов, специализированных депозитариях и др. С апреля 1998 года функционирует аналогичный Internet-сервер Санкт-Петербургского Регионального отделения ФСФР.

«Положение о системе раскрытия информации на рынке ценных бумаг», утвержденное постановлением ФСФР, определяет систему раскрытия информации как техническую систему сбора информации и обеспечения доступа к ней. Положение предусматривает следующий состав участников системы:

- ФСФР России: создает систему раскрытия информации, является раскрывателем своей информации, а также потребляет информацию в аналитических целях;
- другие регулирующие органы фондового рынка: принимают участие в создании системы раскрытия информации, являются раскрывателями и потребителями информации;
- раскрыватели информации, предоставляющие данные в систему;
- информационные агентства - непосредственные клиенты системы, которые имеют доступ к оригинальному «сырому» потоку раскрываемой информации - добавляют дополнительную информацию, улучшают ее формат, вычисляют дополнительные значения,

предоставляют развитые функции поиска и осуществляют «розничное» распространение этой информации для потребителей;

- «аналитики» — потребители информации: аналитические службы профессиональных участников, службы регуляторов рынка, консультанты, специальная и общая пресса, отдельные интересующиеся из мелких инвесторов;
- мелкие инвесторы.

9. Обращение, учет и передача прав собственности на ценные бумаги

Эффективное обращение ценных бумаг позволит решить не только частные проблемы участников фондового рынка, но и реализовать эффективное движение капитала, что приведет к положительным сдвигам в экономике.

Обращение ценных бумаг - сложный процесс, в котором принимают участие многие профессионалы фондового рынка, для организации которого необходимо существование развитой сети специализированных лицензированных институтов, совершенной нормативной базы, квалифицированных аттестованных специалистов. Многие практические вопросы обращения ценных бумаг невозможно полностью и однозначно регламентировать законом, инструкцией, положением. Именно поэтому целесообразно использовать опыт, представленный в виде правил, стандартов, разработанных саморегулируемыми организациями фондового рынка.

Обращение ценных бумаг происходит путем заключения гражданско-правовых сделок, влекущих переход права собственности на именные ценные бумаги; права по именной ценной бумаге передаются в порядке уступки требований (цессии). Формами удостоверения права собственности на ценные бумаги являются:

- *на ценные бумаги документарной формы выпуска* - сертификаты (если сертификаты находятся у владельцев) либо сертификаты и записи по счетам депо в депозитариях (если сертификаты переданы на хранение в депозитарии);
- *на ценные бумаги бездокументарной формы выпуска* - в системе ведения реестра записями на лицевых счетах у держателя реестра или в случае учета прав на ценные бумаги в депозитарии - записями по счетам депо в депозитариях.

Именные ценные бумаги в процессе своего обращения проходят через систему регистрации, в которой ведется учет всех владельцев ценных бумаг, а также операций (сделок), производимых на фондовом рынке. Основным документом, на основании которого заключается сделка, является договор. Основной проблемой, возникающей перед регистратором в процессе регистрации сделок, является определение

момента перехода прав собственности, поскольку факт заключения договора для ценных бумаг не является полным завершением сделки.

Законодательно установлено, что ***право собственности*** на *предъявительскую документарную ценную бумагу* переходит к приобретателю:

- в случае нахождения ее сертификата у владельца - в момент передачи этого сертификата приобретателю;
- в случае хранения сертификатов предъявительских документарных ценных бумаг и/или учета прав на такие ценные бумаги в депозитарии - в момент осуществления приходной записи по счету депо приобретателя.

Право собственности на *именную бездокументарную ценную бумагу* переходит к приобретателю:

- в случае учета прав на ценные бумаги у лица, осуществляющего депозитарную деятельность, - с момента внесения приходной записи по счету депо приобретателя;
- в случае учета прав на ценные бумаги в системе ведения реестра - с момента внесения приходной записи по лицевому счету приобретателя;

Право собственности на *именную документарную ценную бумагу* переходит к приобретателю:

- в случае учета прав приобретателя на ценные бумаги в системе ведения реестра - с момента передачи ему сертификата ценной бумаги после внесения приходной записи по лицевому счету приобретателя;
- в случае учета прав приобретателя на ценные бумаги у лица, осуществляющего депозитарную деятельность, с депонированием сертификата ценной бумаги у депозитария - с момента внесения приходной записи по счету депо приобретателя.

Права, закрепленные ценной бумагой, переходят к их приобретателю с момента перехода прав на эту ценную бумагу. Переход прав, закрепленных именной ценной бумагой, должен сопровождаться уведомлением держателя реестра или депозитария или номинального держателя ценных бумаг.

Осуществление прав производится

- *по предъявительским ценным бумагам* по предъявлении их владельцем либо его доверенным лицом.
- *по именным документарным ценным бумагам* по предъявлении владельцем либо его доверенным лицом сертификатов этих ценных бумаг эмитенту.

Для осуществления операций по регистрации перехода прав собственности на ценные бумаги в результате гражданско-правовых сделок регистратору должно быть предоставлено *передаточное распоряжение*. Лицо, выдающее передаточное распоряжение регистратору

о переходе ценных бумаг, гарантирует регистратору и приобретателю ценных бумаг, что:

- оно является зарегистрированным лицом и вправе осуществлять такую передачу;
- передаваемые в соответствии с передаточным распоряжением ценные бумаги являются действительными;
- в отношении данных ценных бумаг отсутствуют требования третьих лиц;
- по предоставлении передаточного распоряжения регистратору соответствующие ценные бумаги будут зачислены на лицевой счет приобретателя или указанного им номинального держателя свободными от всех залогов и иных ограничений и требований;
- данной передачей не нарушаются никакие ограничения в отношении передачи ценных бумаг;
- данная передача и в остальном будет действительной и правомерной.

Сделки с ценными бумагами должны быть совершены (за небольшим исключением) в простой письменной форме.

Регистратор вносит изменения в реестр, если не будут нарушены установленные законодательством РФ, уставом эмитента или вступившим в законную силу решением суда ограничения в отношении передачи прав собственности на ценные бумаги, которые могут включать

- количество акций, принадлежащих одному акционеру;
- суммарную номинальную стоимость акций, принадлежащих одному акционеру;
- максимальное число голосов, предоставляемых одному акционеру.

В большинстве сделок ***передача прав собственности на ценные бумаги*** происходит по договору *купли-продажи*, где одна сторона (продавец) обязуется передать вещь (товар) в собственность другой стороне (покупателю), а покупатель обязуется принять этот товар и уплатить за него денежную сумму (цену). В договоре обычно оговаривается цена за одну акцию, количество акций и стоимость договора.

Поскольку в настоящее время налог на операции с ценными бумагами не уплачивается, регистратор в общем случае не отслеживает цену договора и не вправе ставить в зависимость от нее сумму, уплачиваемую за внесение записи в реестр. Исключением являются сделки купли-продажи, проводимые акционерным обществом-эмитентом, которое может приобретать ценные бумаг на баланс или выкупать их по решению собрания акционеров.

При покупке ценных бумаг на баланс акционеры заключают с обществом договор купли-продажи по цене, определяемой на основе рыночных показателей (как правило, эта цена несколько ниже фиксируемой в биржевых сводках) и в этом случае регистратору нет необходимости отслеживать цены, по которым производится купля-продажа.

Когда общество выкупает ценные бумаги по решению акционеров, следует учитывать ограничения, накладываемые Законом «Об акционерных обществах», на цену, по которой определяется выкуп, на размер средств, предназначенных для выкупа, на соотношение между обыкновенными и привилегированными акциями и на минимальную величину уставного капитала общества. Решение о параметрах выкупа принимает специальная комиссия, в работе которой должен участвовать регистратор.

Необходимо отметить особую роль регистратора при осуществлении крупной сделки при приобретении крупного пакета акций, составляющего 30%, или более от уставного капитала компании, поскольку инвестор будет нуждаться в информации об акционерах, содержащейся только в реестре. Эту информацию регистратор может представить только с разрешения руководства общества. Возможно также, что регистратору будет дано поручение самостоятельно сделать рассылку извещений акционерам с предложением продать свои акции. Кроме того, В соответствии с цена по каждой такой сделке не может быть менее средневзвешенной за последние 6 месяцев. Расчет этой цены может произвести только регистратор, учитывая каждый договор и его цену.

При заключении договора *мены* каждая из сторон обязуется передать в собственность другой стороне один товар в обмен на другой. К договору мены применяются правила о купле-продаже; при этом каждая из сторон признается одновременно продавцом товара, который она обязуется передать и покупателем товара, который она обязуется принять в обмен. Преимуществом данного типа договора является отсутствие необходимости во встречных платежах, однако это возможно только в том случае, когда пакеты ценных бумаг, предназначенные для мены, признаны равноценными. Если это не так, то одна из сторон доплачивает сумму, оговоренную в договоре.

В случае мены необходимо производить оценку ценных бумаг, участвующих в сделке. Сумма сделки является основанием для определения величины налога с получаемого участниками сделки дохода. Перерегистрация ценных бумаг должна происходит одновременно в двух реестрах, иначе возможно возникновение ситуаций, при которых сделка будет отменена, из-за невозможности установить момент перехода прав собственности.

Оформление договора *дарения* производится в простой письменной форме. Договор дарения и/или передаточное распоряжение могут быть представлены регистратору, как дарителем, так и одаряемым; в договоре дарения должно быть указано, какое количество ценных бумаг даритель передает одаряемому.

При внесении изменений в реестр регистратор учитывает некоторые положения гражданского законодательства, например:

- договор дарения не может предусматривать передачу ценных бумаг после смерти дарителя - в этом случае действует право наследования,
- договор дарения не может быть оформлен, если в качестве дарителя выступают малолетние граждане или лица, признанные недееспособными, если размер дара (пакета ценных бумаг) превышает 5 минимальных месячных заработных плат;
- запрещается дарение между коммерческими организациями в случае, если рыночная стоимость пакета ценных бумаг превышает 5 минимальных месячных заработных плат и некоторые другие.

Поскольку моментом передачи дара (переходом права собственности на именные ценные бумаги) будет являться момент внесения регистратором приходной записи на лицевой счет одаряемого и передачи сертификата ценной бумаги (для документарных выпусков), регистратор после зачисления ценных бумаг на лицевой счет одаряемого не должен принимать отказ от принятия дара и проводить операции в реестре.

При решении вопросов *наследования* ценных бумаг регистратор вносит изменения в реестр на основании свидетельства о праве на наследство, оформленного нотариально или решения суда (заявление или свидетельство о смерти не является основанием для внесения изменений в реестр).

Однако если у акционера отсутствует завещание и наследники или наследники акционера не предъявили требования по ценным бумагам, возникают случаи, когда требуются нестандартные действия регистратора. В этом случае ценные бумаги переходят в собственность государства, и возникает проблема определения органа, который представляет интересы государства в данном случае: получит ценные бумаги, продаст их, а деньги перечислить в бюджет.

Удержание налога на наследство не является обязанностью регистратора. Регистратор лишь может предоставлять наследнику информацию о налогах, которые уплачиваются при вступлении во владение ценными бумагами.

При передаче ценных бумаг *в оплату уставного капитала юридического лица* записи о переходе прав регистратор вносит на основании передаточного распоряжения, либо документа, в котором

зафиксировано соглашение сторон (протокол собрания учредителей, учредительный договор, решение собрания акционеров), либо сертификатов (акций), принадлежащих зарегистрированному лицу (в случае документарного выпуска).

Если переход прав на ценные бумаги совершается *по решению, распоряжению или приказу суда (исполнительный лист)* и регистратору представляются копии этих документов, то они должны быть заверены соответствующим судом, арбитражным судом или иным установленным действующим законодательством способом. При передаче прав на ценные бумаги по решению суда регистратор вносит записи в реестр на основании решения суда, либо исполнительного листа, либо передаточного распоряжении, либо бланков сертификатов (акций), принадлежащих зарегистрированному лицу (в случае документарного выпуска).

При переходе прав собственности при реорганизации общества изменения в реестр вносятся на основании следующих документов:

- копии свидетельства о государственной регистрации или решения регистрационной палаты о регистрации вновь образованного юридического лица и выписки из передаточного акта о передаче ценных бумаг вновь образованному юридическому лицу (при слиянии и изменении организационно-правовой формы);
- выписки из передаточного акта о передаче ценных бумаг юридическому лицу, к которому присоединяется другое юридическое лицо (при присоединении);
- копии свидетельства о регистрации (или свидетельств о регистрации) или решения регистрационной палаты о регистрации вновь образованного юридического лица (юридических лиц) и выписки из разделительного баланса, свидетельствующей о передаче ценных бумаг одному или нескольким вновь образованным юридическим лицам (при разделении и выделении).

10. Виды профессиональной деятельности на фондовом рынке

Закон «О рынке ценных бумаг» устанавливает следующие виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг:

- брокерская;
- дилерская;
- деятельность по управлению ценными бумагами;
- деятельность по определению взаимных обязательств (клиринг);
- депозитарная деятельность;
- деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг;
- деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг.

Брокерской деятельностью признается совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами в качестве *поверенного* или *комиссионера*, действующего на основании договора поручения или комиссии, а также доверенности на совершение таких сделок при отсутствии указаний на полномочия поверенного или комиссионера в договоре. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, занимающийся брокерской деятельностью, именуется брокером.

Передоверие брокерами совершения сделок допускается только брокерам. Передоверие допускается, если оно оговорено в договоре комиссии или поручения, либо в случаях, когда брокер вынужден к этому силой обстоятельств для охраны интересов своего клиента с уведомлением последнего.

Брокер должен выполнять поручения клиентов добросовестно и в порядке их поступления, если иное не предусматривается договором с клиентом или его поручением. Сделки, осуществляемые по поручению клиентов, во всех случаях подлежат приоритетному исполнению по сравнению с дилерскими операциями самого брокера при совмещении им деятельности брокера и дилера. В случае наличия у брокера интереса, препятствующего осуществлению поручения клиента на наиболее выгодных для клиента условиях, брокер обязан немедленно уведомить последнего о наличии у него такого интереса.

В случае если брокер действует в качестве комиссионера, договор комиссии может предусматривать обязательство хранить денежные средства, предназначенные для инвестирования в ценные бумаги или полученные в результате продажи ценных бумаг у брокера на забалансовых счетах и право их использования брокером до момента возврата этих денежных средств клиенту в соответствии с условиями договора. Часть прибыли, полученной от использования указанных средств и остающейся в распоряжении брокера, в соответствии с договором перечисляется клиенту. При этом брокер не вправе гарантировать или давать обещания клиенту в отношении доходов от инвестирования хранимых им денежных средств.

В случае если конфликт интересов брокера и его клиента, о котором клиент не был уведомлен до получения брокером соответствующего поручения, привел к исполнению этого поручения с ущербом для интересов клиента, брокер обязан за свой счет возместить убытки в порядке, установленном гражданским законодательством Российской Федерации.

Дилерской деятельностью признается *совершение сделок купли-продажи* ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и/или продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и/или продажи этих ценных бумаг по объявленным ценам лицом, осуществляющим такую деятельность.

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий дилерскую деятельность, именуется дилером. Дилером может быть только юридическое лицо, являющееся коммерческой организацией.

Кроме цены дилер имеет право объявить иные существенные условия договора купли-продажи ценных бумаг: минимальное и максимальное количество покупаемых и/или продаваемых ценных бумаг, а также срок, в течение которого действуют объявленные цены. При отсутствии в объявлении указания на иные существенные условия дилер обязан заключить договор на существенных условиях, предложенных его клиентом. В случае уклонения дилера от заключения договора к нему может быть предъявлен иск о принудительном заключении такого договора и/или о возмещении причиненных клиенту убытков.

Под ***деятельностью по доверительному управлению ценными бумагами*** признается *осуществление* юридическим лицом или индивидуальным предпринимателем *от своего имени за вознаграждение в течение определенного срока доверительного управления переданными ему во владение и принадлежащими другому лицу в интересах этого лица* или указанных этим лицом третьих лиц:

- ценными бумагами;
- денежными средствами, предназначенными для инвестирования в ценные бумаги;
- денежными средствами и ценными бумагами, получаемыми в процессе управления ценными бумагами.

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по управлению ценными бумагами, именуется управляющим. Управляющий при осуществлении своей деятельности обязан указывать, что он действует в качестве управляющего. В случае если конфликт интересов управляющего и его клиента или разных клиентов одного управляющего, о котором все стороны не были уведомлены заранее, привел к действиям управляющего, нанесшим ущерб интересам клиента, управляющий обязан за свой счет возместить убытки в порядке, установленном гражданским законодательством.

Клиринговая деятельность - это 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*. Организации, осуществляющие клиринг по ценным бумагам, в связи с расчетами по операциям с ценными бумагами, принимают к исполнению подготовленные при определении взаимных обязательств бухгалтерские документы на основании их договоров с участниками рынка ценных бумаг, для которых производятся расчеты.

Клиринговая организация, осуществляющая расчеты по сделкам с ценными бумагами, обязана формировать специальные фонды для снижения рисков неисполнения сделок с ценными бумагами. Минимальный размер специальных фондов клиринговых организаций устанавливается ФСФР по согласованию с Центральным банком Российской Федерации.

Депозитарной деятельностью признается *оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету и переходу прав на ценные бумаги;* профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий депозитарную деятельность (юридическое лицо), именуется депозитарием, а лицо, пользующееся услугами депозитария - депонентом.

Договор между депозитарием и депонентом, регулирующий их отношения – депозитарный договор - должен быть заключен в письменной форме. Заключение депозитарного договора не влечет за собой переход к депозитарию права собственности на ценные бумаги депонента: депозитарий не имеет права распоряжаться ценными бумагами депонента, управлять ими или осуществлять от имени депонента любые действия с ценными бумагами, кроме осуществляемых по поручению депонента в случаях, предусмотренных депозитарным договором. На ценные бумаги депонентов не может быть обращено взыскание по обязательствам депозитария.

Депозитарный договор должен содержать следующие условия:

- однозначное определение предмета договора: предоставление услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету прав на ценные бумаги;
- порядок передачи депонентом депозитарию информации о распоряжении депонированными в депозитарии ценными бумагами депонента;
- срок действия договора, размер и порядок оплаты услуг депозитария, форму и периодичность отчетности депозитария перед депонентом; обязанности депозитария.

В обязанности депозитария входит:

- регистрация фактов обременения ценных бумаг депонента обязательствами;
- ведение отдельного от других счета депо депонента с указанием даты и основания каждой операции по счету;
- передача депоненту всей информации о ценных бумагах, полученной депозитарием от эмитента или держателя реестра владельцев ценных бумаг.

Деятельностью по ведению реестра владельцев ценных бумаг *признаются сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг.*

Деятельностью по ведению реестра владельцев ценных бумаг имеют право заниматься только юридические лица, они именуются держателями реестра (регистраторами).

Регистратор не вправе осуществлять сделки с ценными бумагами зарегистрированного в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг[20] эмитента. В случае если число владельцев превышает 500, держателем реестра должна быть независимая специализированная организация, являющаяся профессиональным участником рынка ценных бумаг.

Для оперативного проведения сделок с ценными бумагами (см. п. 8) законом предусмотрен статус *номинального держателя ценных бумаг* - лица, зарегистрированного в системе ведения реестра, числе являющееся депонентом, но не являющееся владельцем в отношении этих ценных бумаг. В качестве номинальных держателей ценных бумаг могут выступать профессиональные участники рынка ценных бумаг.

Номинальный держатель обязан в отношении именных ценных бумаг, держателем которых он является в интересах другого лица:

- совершать все необходимые действия, направленные на обеспечение получения этим лицом всех выплат, которые ему причитаются по этим ценным бумагам;
- осуществлять сделки и операции с ценными бумагами исключительно по поручению лица, в интересах которого он является номинальным держателем ценных бумаг, и в соответствии с договором, заключенным с этим лицом;
- осуществлять учет ценных бумаг, которые он держит в интересах других лиц, на раздельных забалансовых счетах и постоянно иметь на раздельных забалансовых счетах достаточное количество ценных бумаг в целях удовлетворения требований лиц, в интересах которых он держит эти ценные бумаги.

В обязанности регистратора входит:

- открыть каждому владельцу, изъявившему желание быть зарегистрированным у держателя реестра, а также номинальному держателю лицевой счет в системе ведения реестра на основании уведомления об уступке требования или распоряжения о передаче ценных бумаг, а при размещении эмиссионных ценных бумаг — на основании уведомления продавца ценных бумаг;

---

[20] Под системой ведения реестра владельцев ценных бумаг понимается совокупность данных (в электронном или бумажном виде) обеспечивающая идентификацию зарегистрированных в системе ведения реестра владельцев и/или номинальных держателей ценных бумаг, и учет их прав, позволяющая получать и направлять информацию указанным лицам и составлять реестр владельцев ценных бумаг.

- вносить в систему ведения реестра все необходимые изменения и дополнения на основании передаточного распоряжения владельца, лица, действующего от его имени, или номинального владельца о передаче ценных бумаг или лица, либо иных документов, подтверждающих переход права собственности на ценные бумаги;
- производить операции на лицевых счетах владельцев и номинальных держателей ценных бумаг только по их поручению;
- доводить до зарегистрированных лиц информацию, предоставляемую эмитентом;
- предоставлять зарегистрированным в системе ведения реестра владельцам и номинальным держателям ценных бумаг, владеющим более 1 процента голосующих акций эмитента, данные из реестра об имени (наименовании) зарегистрированных в реестре владельцев и о количестве, категории и номинальной стоимости принадлежащих им ценных бумаг;
- информировать зарегистрированных в системе ведения реестра владельцев и номинальных держателей ценных бумаг о правах, закрепленных ценными бумагами, и о способах и порядке осуществления этих прав;
- строго соблюдать порядок передачи системы ведения реестра при расторжении договора с эмитентом.

Деятельностью по организации торговли на рынке ценных бумаг признается предоставление услуг, непосредственно способствующих заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами между участниками рынка ценных бумаг. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг, называется организатором торговли на рынке ценных бумаг, и он обязан раскрыть любому заинтересованному лицу правила допуска участника рынка ценных бумаг к торгам, правила допуска к торгам ценных бумаг, правила заключения и сверки сделок, правила регистрации сделок, порядок исполнения сделок, правила, ограничивающие манипулирование ценами, расписание предоставления услуг организатором торговли на рынке ценных бумаг, регламент внесения изменений и дополнений в вышеперечисленные позиции и список ценных бумаг, допущенных к торгам.

О каждой сделке, заключенной в соответствии с установленными организатором торговли правилами, любому заинтересованному лицу предоставляется информация о дате и времени заключения сделки, о наименовании ценных бумаг, являющихся предметом сделки, государственный регистрационный номер ценных бумаг, цена одной ценной бумаги, количество ценных бумаг.

Все перечисленные выше виды профессиональной деятельности подлежат лицензированию. Ее осуществляет ФСФР или другой орган на

основании генеральной лицензии (лицензии на право лицензирования), выдаваемой ФСФР.

В законе предусмотрено три вида лицензий:

- профессионального участника рынка ценных бумаг;
- на осуществление деятельности по ведению реестра;
- фондовой биржи.

Лицензирующий орган контролирует деятельность профессионального участника рынка ценных бумаг и может отозвать лицензию при нарушении законодательства РФ.

11. Прогнозирование цен на рынке ценных бумаг

Условием эффективной торговли на фондовом рынке является покупка их по наиболее низкой цене и продажа по наиболее высокой, что требует достоверного прогнозирования поведения цен на ценные бумаги. Существует два основных подхода к прогнозированию - фундаментальный анализ и технического анализ тенденций.

11.1. Основы фундаментального анализа

Ключевым фактором фундаментального анализа является информация: первичная (исходная, первоисточник - факты, события) и вторичная, полученная в результате обработки (анализа) первичной. Доступ к первичной информации, как правило, существенно ограничен, что объясняет условия ограниченной рациональности, в которых действует частный инвестор на фондовом рынке. Необходимо помнить, что существует связь между ценностью информации и степенью ее доступности: информация теряет свою ценность, по мере того как она распространяется в обществе. Те, кто первыми получают (или своими действиями - создают) новую (с наиболее высокой ценностью) информацию, имеют значительные рыночные преимущества. По мере распространения информации (например, посредством телевидения, радио, прессы) ее ценность резко падает, и, в конечном счете, информация становится общедоступной и не имеющей ценности.

Учет этой закономерности позволяет сформулировать основное требование к анализу информации, связанной с экономическими событиями: нужно обращать внимание и своими решениями реагировать на ту информацию, которая только начинает распространяться среди профессионалов. Применительно к фондовому рынку это означает, что эффективный трейдер (аналитик, инвестор) должен стремиться получить доступ к как можно более новой информации.

Фундаментальный анализ занимается изучением экономических факторов изменения ситуации на фондовых рынках, построением моделей

и прогнозированием рыночных цен на основе законов и объективных закономерностей поведения экономических систем. В его составе, в зависимости от объектов, различают:

- микроэкономический анализ, который изучает поведение отдельной фирмы на отраслевом рынке, производственные и финансовые результаты ее деятельности;
- отраслевой анализ, который изучает основные тенденции развития отрасли, а также производственные и финансовые результаты деятельности фирм в данной отрасли относительно их среднего значения;
- макроэкономический анализ, который изучает основные тенденции развития национальной и мировой экономики.

Основными видами микроэкономического/отраслевого фундаментального анализа фондового рынка являются расчет справедливых цен акций и сравнительный анализ.

Расчет справедливых цен акций основан на выявлении причинно-следственных связей между рыночной ценой акции и событиями в реальной экономике, на основе которых выдвигается гипотеза о будущем поведении рыночной цены акции. Результатом фундаментального анализа является вывод о существовании (или отсутствии) влияния отдельных экономических факторов на рыночную цену акции, а также о силе (значимости) его влияния. На основе этого вывода может быть построена модель поведения рыночной цены акции в зависимости от выявленных факторов, и выдвинута гипотеза о поведении рыночной цены акции в будущем в соответствии с данной моделью. Так, например, модель DCF (дисконтированного денежного потока) позволяет определить значения справедливой цены акции, которую обоснованно можно сравнивать с текущей рыночной ценой акции. Такое сравнение, в свою очередь, позволяет сделать теоретический вывод о том, что при сегодняшней покупке акции по рыночной цене и владении ей бесконечно долго, инвестор в виде части будущих поступлений свободного денежного потока фирмы получит денежные средства, сегодняшняя стоимость которых эквивалентна справедливой цене акции. Прикладной вывод, обусловленный тем, что на фондовом рынке всегда присутствуют инвесторы, заинтересованные в долгосрочных инвестициях исходит из того, что рыночная цена акции должна приблизительно соответствовать своей справедливой цене. Любое превышение справедливой цены акции над рыночной ценой стимулирует долгосрочных инвесторов к покупкам, а превышение рыночной цены над справедливой ценой - к продажам[21].

[21] Необходимо учитывать, что одна из причин того, что рыночные цены акции в большинстве случаев существенно отклоняются от своего справедливого значения состоит в том, что модель DCF дает оценку справедливой цены акции с погрешностью от 20% и выше (вплоть до 50% в отдельных случаях), что существенно сужает область ее применения.

Сравнительный анализ – это анализ, позволяющий сопоставить рыночные цены акций с производственными и финансовыми показателями деятельности компании, и делать выводы о переоценке/недооценке рынком тех или иных акций[22]. В сравнительном анализе наиболее часто используются следующие показатели деятельности компании:

- EPS (earnings per share) – прибыль на одну акцию (см. п. 12.2.); показатель используется как ориентир эффективности деятельности компании (если прибыль на акцию компании А выше чем у компании Б – значит, компания А работает эффективнее компании Б, следовательно, акции компании А привлекательнее, чем акции компании Б); очевидно, что в зависимости от дивидендной политики компании вся или часть прибыли будет выплачена в текущем периоде, что отражается в показателе «дивиденд на акцию»[23];
- P/E – отношение рыночной цены акции к EPS. (см. п. 12.2.), которое характеризует период окупаемости инвестиций в данную акцию и отражает уровень спроса на акцию (например, P/E акций А - 8, а акций Б - 14, то срок возврата инвестированных средств, соответственно, 8 и 14 лет) и позволяет оценить переоцененность акции путем его сопоставления со среднеотраслевым (среднерыночным) значением[24]; при анализе акций одной отрасли (сектора) экономики, предпочтение отдается акциям с наименьшим значением P/E;
- P/S – отношение рыночной цены акции к выручке фирмы, которое можно охарактеризовать как «капиталоемкость» продукции (объем капитала, который необходим для производства 1-го рубля продукта); при прочих равных обстоятельствах целесообразно приобретать акции с меньшим отношением P/S, поскольку при равной доле прибыли в

---

[22] Сравнительный анализ позволяет сделать менее точные выводы, чем модель DCF, тем не менее, его целесообразно применять с целью «предварительной оценки» перспектив акций фирмы с позиций микроэкономического анализа.

[23] Следует помнить, что показатели прибыли и дивиденда на акцию отражают эффективность прошедшего периода. Запрещено рекламировать акции предприятия путем обещания получения прибыли (дивиденда) на акцию в будущем периоде; можно только предоставлять информацию о показателях за предыдущие периоды и динамике этих показателей.

[24] Среднерыночный период окупаемости может быть оценен как величина равная $1/r_{реф}$, где $r_{реф}$ – ставка рефинансирования ЦБ, которая рассматривается как показатель инвестиций, альтернативных фондовым. Так, если ставка рефинансирования равна 9,5%, то среднерыночный период окупаемости может быть оценен в размере 1/0,095=10,5 лет, следовательно, по этому показателю покупка акций А целесообразна, а акций Б – нет.

цене продуктов, необходимы более крупные инвестиции в капитал АО с большим P/S;

- Dividend yield (DY)– дивидендная доходность (отношение величины выплачиваемого фирмой дивиденда к рыночной цене акции (см. п. 12.2.), который более точно, чем P/E определяет период окупаемости, т.к. в нем отсутствует дивидендная политика – т.е. доля прибыли, направляемая на выплату дивидендов;
- EV (economic value) – показатель, характеризующий рыночную стоимость фирмы, который рассчитывается как суммарная рыночная стоимость ценных бумаг, выпущенных фирмой[25];
- EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) – величина прибыли компании до выплаты процентов по долгу, налогов и амортизации (служит для оценки прибыльности основной деятельности компании независимо от её задолженности перед различными кредиторами и государством, а также от метода начисления амортизации) рост которой по сравнению с отраслевыми аналогами позволяет обосновать решение о покупке акций[26].

Основу макроэкономического фундаментального анализа составляет положение о том, что помимо закона спроса и предложения ценовую ситуацию на рынке определяет государственное регулирование, осуществляемое с помощью двух основных инструментов: денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики.

Денежно-кредитную политика, которая в современных развитых странах имеет наиболее сильное влияние на рынок, и которую в национальной экономике проводит Центральный Банк, предполагает следующие возможности.

1. Изменение учетной ставки (ставки рефинансирования).

Снижение учетной ставки стимулирует кредитование, увеличивает совокупный спрос в стране и тем самым стимулирует темпы экономического роста в период спада (рецессии) национальной экономики.

---

[25] Поведение инвестора зависит от не только от величины EV, но и от структуры ценных бумаг, например, увеличение доли акций (долевых ценных бумаг) ведет к повышению инвестиционной привлекательности эмитента, а - доли облигаций и векселей (долговых ценных бумаг) к ее снижению, однако последний вывод требует дальнейшего анализа, например, инвестиционного проекта (проектов, программ), в который был вложен эмиссионный доход от облигаций и векселей, в частности оценка левереджа.

[26] Этот показатель не является частью стандартов бухгалтерского учета и обладает рядом существенных недостатков, но, несмотря на это, широко используется в качестве инструмента для анализа компаний. Так некоторые компании предпочитали публиковать показатель EBITDA, пытаясь отвлечь внимание инвесторов от отрицательных значений показателя EPS.

Повышение учетной ставки, напротив, уменьшает кредитование, сдерживая рост совокупного спроса в стране, тем самым оказывает сдерживающее влияние на темпы экономического роста, однако благоприятно влияет на снижение инфляции в стране. Соответственно, снижение учетной ставки является фактором роста активности фондового рынка, повышения цен на его инструменты, а ее повышение оказывает обратное влияние.

2. Изменение нормы резервирования[27].

Снижение нормы резервирования стимулирует экономический рост и цены фондовых инструментов, увеличивая объем обращающейся денежной массы, а повышение - сдерживает рост экономики темпы инфляции и цены фондового рынка.

3. Бюджетно-налоговая политика (изменение налоговых изъятий и государственных расходов).

Снижение налогов и увеличение государственных расходов, аналогично снижению нормы резервирования стимулируют экономический рост и приводят к росту цен на фондовом рынке.

Важное значение в фундаментальном анализе придается закону цикличности развития национальной экономики, предполагающего последовательное чередование стадий экономического подъема, спада и стагнации. В периоды развития национальной экономики (стадия подъема) фондовые рынки обеспечивают инвесторам доходность их операций; в периоды снижения объемов производства (стадия спада) - приносят убытки, а в периоды стабильности (стадия стагнации) рыночные индексы не изменяются. Применение макроэкономического анализа в работе на рынке акций состоит в прогнозировании макроэкономических циклов и событий, а затем, основываясь на этом прогнозе – определением основных тенденций движения цен фондовых инструментов.

11.2. Основы технического анализа

Технический анализ - это методика прогнозирования изменений цен в будущем на основе анализа изменений цен в прошлом. В основе методики лежит анализ временных рядов цен и их графиков (чартов). Помимо ценовых рядов, в техническом анализе используется информация об объемах торгов и другие статистические данные.

В техническом анализе разработано множество различных инструментов и методов, но все они основаны на одном общем предположении — путём анализа временных рядов цен и объёма торгов

[27] Изменение нормы резервирования в современной экономике как инструмент денежно-кредитной политики используется достаточно редко.

можно выделить повторяющиеся паттерны и тренды, чтобы определить общее состояние рынка.

Паттерном (от англ. *pattern* — модель, образец) в техническом анализе называют устойчивые повторяющиеся сочетания данных цены, объёма или индикаторов. Анализ паттернов основывается на одной из аксиом технического анализа: «история повторяется» — считается, что повторяющиеся комбинации данных приводят к аналогичному результату.

Исходной информацией для технического анализа является *график изменения рыночной цены акции во времени*, наиболее распространенным представлением которого является линейный график (см. рис. 2).

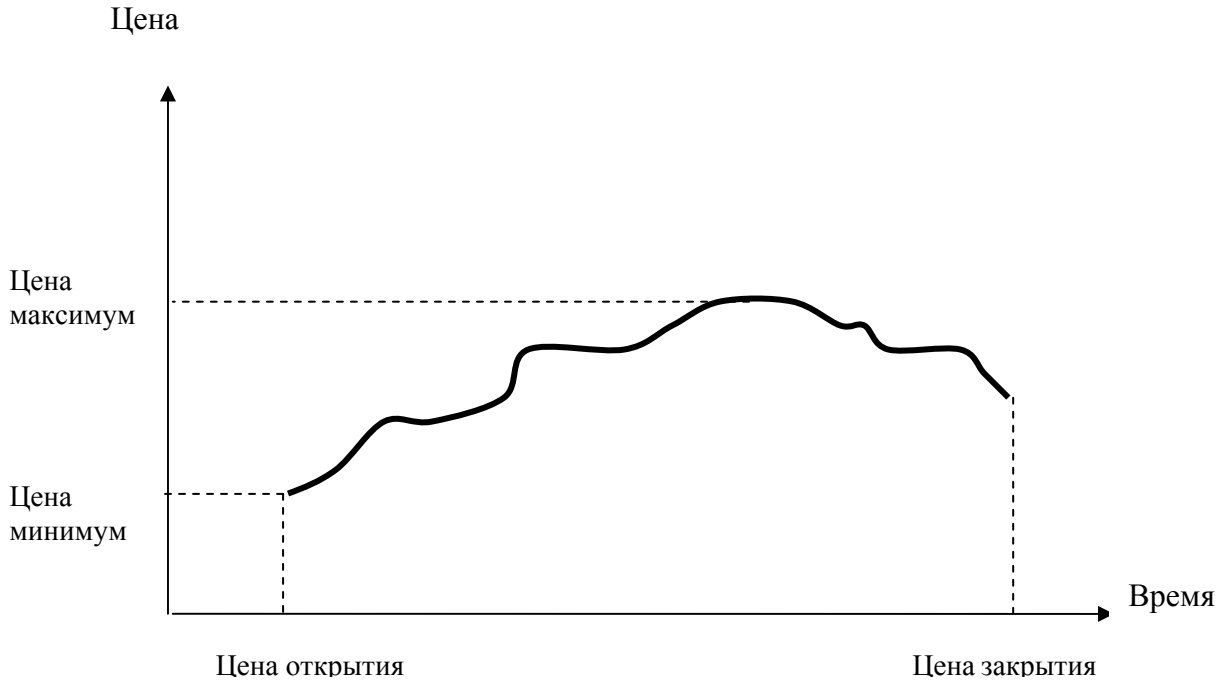

Рис. 2. Общий вид суточного графика динамики цен

Для технического анализа фондового рынка выделяют 4 вида цены:

1. Цена открытия (цена первой сделки по акции за выбранный период – как правило, день).

2. Цена закрытия (цена последней сделки по акции за выбранный период).

3. Минимальная цена (минимальная цена сделки по акции за выбранный период – совпадение на рис. 1 цены открытия, и минимальной цены является частным случаем).

4. Максимальная цена (максимальная цена сделки по акции за выбранный период).

В случае если анализируется график динамики цен за несколько дней, дневной график может быть представлен в форме «бара» или в форме «японской свечи», которые представлены на рис. 3. (Слева графическое отображение «бара», справа отображение «свечи». Для бара

левый горизонтальный отрезок отображает цену открытия, правый цену закрытия.)

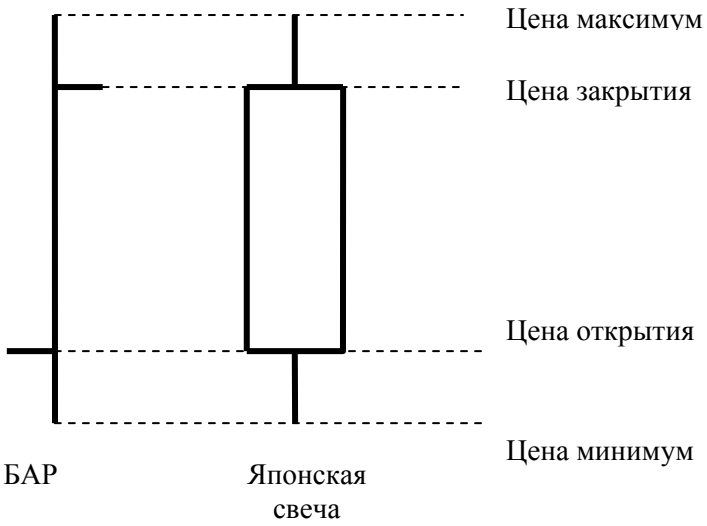

Рис. 3. Графическое отображение суточного графика цен в форме бара и японской свечи

На рис.4 представлен многодневный график динамики цен акций ОАО «Лукойл» в форме «японских свеч» с таймфреймом 1 день (таймфреймом называется временной период, по которому построена свеча).

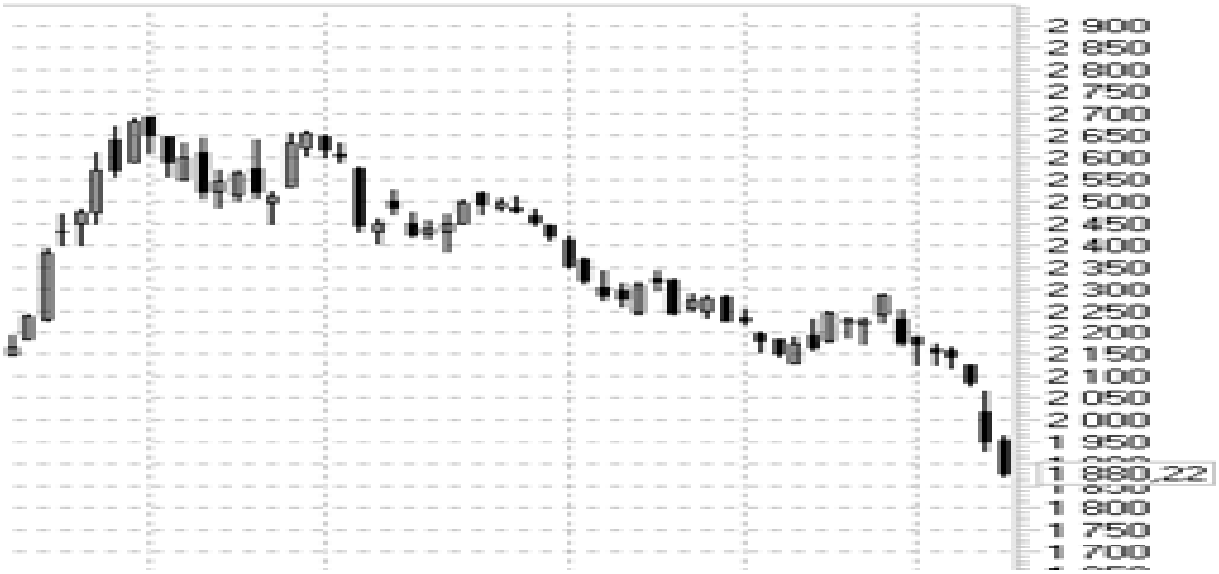

Рис. 4. График динамики суточных цен акций ОАО «Лукойл»

На графике каждая свеча соответствует динамике цен на акции ОАО «ЛУКОЙЛ» за один день. Отличие данного графика от линейного

состоит в том, что на последнем каждая точка может соответствовать только какой-либо одной сделки. Чаще всего используется цена закрытия, как наиболее информативная, в которой уже отражены результаты торгов.

Графики цен, как правило, совмещаются с графиками объемов торгов, которые дают информацию о преобладающем настроении на рынке (рис.5.) Так, например, высокая цена при низком объеме торгов характеризует тенденцию выравнивания спроса и предложения, а высокая цена при высоком объеме торгов – преобладание мнения о дальнейшем росте цен.

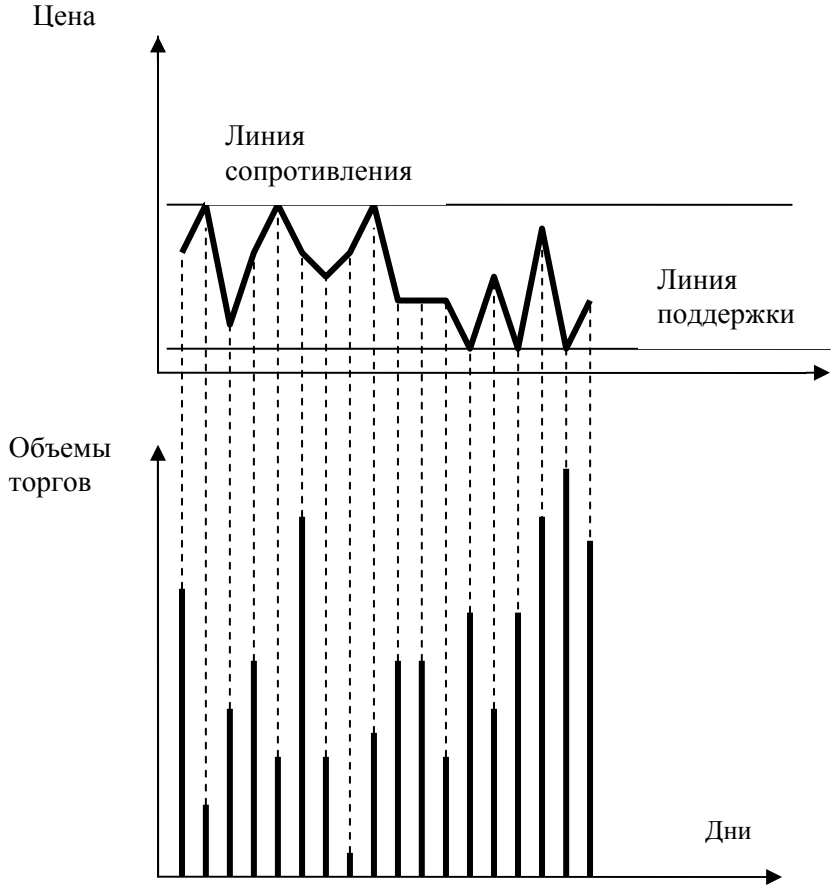

Рис. 5. Графики динамики ежедневных цен и объемов

Динамика цен на рынке может иметь преобладающее движение вверх (с кратковременными «*откатами*» – движением вниз), которое называется повышательной динамикой или трендом, обратным движением вниз (понижательным трендом), нейтральным горизонтальным движением – боковым трендом с небольшими отклонениями вверх и вниз, которые определяются термином «волатильность». При повышательном тренде говорят о преобладании на рынке трейдеров-«быков», при понижательном тренде – трейдеров-«медведей».

На рис.Д. (верхняя часть) представлен график с боковым трендом на котором построены линии сопротивления и линии поддержки - характерные построения, связанные с психологией трейдеров. Линии *сопротивления (resistance)* и *поддержки (support)* являются фундаментом классического технического трендового анализа. Все трендовые линии, модели и фигуры (см. ниже) - это комбинации линий сопротивления и поддержки. Возникновение данных линий имеет следующее объяснение.

Линия сопротивления соединяет важные максимумы (вершины, пики) рынка. Она возникает в момент, когда покупатели больше либо не могут, либо не хотят покупать ценные бумаги по более высоким ценам. Одновременно, с каждым движением цены вверх, нарастает сопротивление продавцов и увеличиваются продажи, что также оказывает понижательное давление на цену. Тренд вверх стопорится и как бы упирается в невидимый потолок, пробить который в настоящий момент не может. Если "быки" соберутся с силами или "медведи" ослабят свою хватку, то цена, скорее всего, пробьет установленный ранее уровень сопротивления. В противном случае неизбежно обратное движение цены (откат).

Линия поддержки соединяет важные минимумы (низы, подошвы) рынка. Возникновение и существование линий поддержки прямо противоположно тому, что сказано про линию сопротивления. Здесь "быки" меняются местами с "медведями". Продавцы являются активными игроками на рынке, которые выталкивают цену вниз. Чем активнее будут продавцы, и чем пассивнее покупатели, тем выше вероятность того, что уровень линии поддержки будет пробит и цена пойдет дальше вниз.

Линии сопротивления и линии поддержки могут быть горизонтальными или наклонными. В случае наличия двух горизонтальных линий сопротивления и поддержки в одном и том же временном отрезке можно говорить о «канале», внутри которого находится график цен (на рис. 5 линии сопротивления и линии поддержки образуют «канал», внутри которого лежит график цен). В случае наклонных линий линии сопротивления и линии поддержки имеют возможность пересекаться, образуя комбинации типа «углов» («треугольников»). График цен в этом случае также лежит внутри такого угла.

Если и линия сопротивления, и линия поддержки сильные и достаточно долго удерживаются, то в зависимости от их сочетания возникают различные образы и ассоциации, которые и дают название трендовым моделям и фигурам (паттернам), с помощью которых возможно прогнозирование на рынке ценных бумаг.

Фигуры условно разделяются на:

- фигуры продолжения текущего тренда, образуемые линиями сопротивления и поддержки;
- фигуры смены существующего тренда, образуемые графиками цен;

- неопределённые, которые могут вести и к продолжению и к смене текущего тренда и которые образуются графиками цен и линиями сопротивления и поддержки.

Примеры прогнозирования динамики цен на основании технического анализа (построения фигур)

Фигуры, подтверждающие продолжение тренда

Рассмотрим в качестве фигуры, подтверждающей направление тренда, треугольник (рис. 6).

В классическом треугольнике должно быть не менее пяти линий поддержи/сопротивления. Данная фигура подтверждает направление движения цен: если угол треугольника направлен вверх (восходящий треугольник), то цена скорее пойдет вверх и наоборот (нисходящий треугольник).

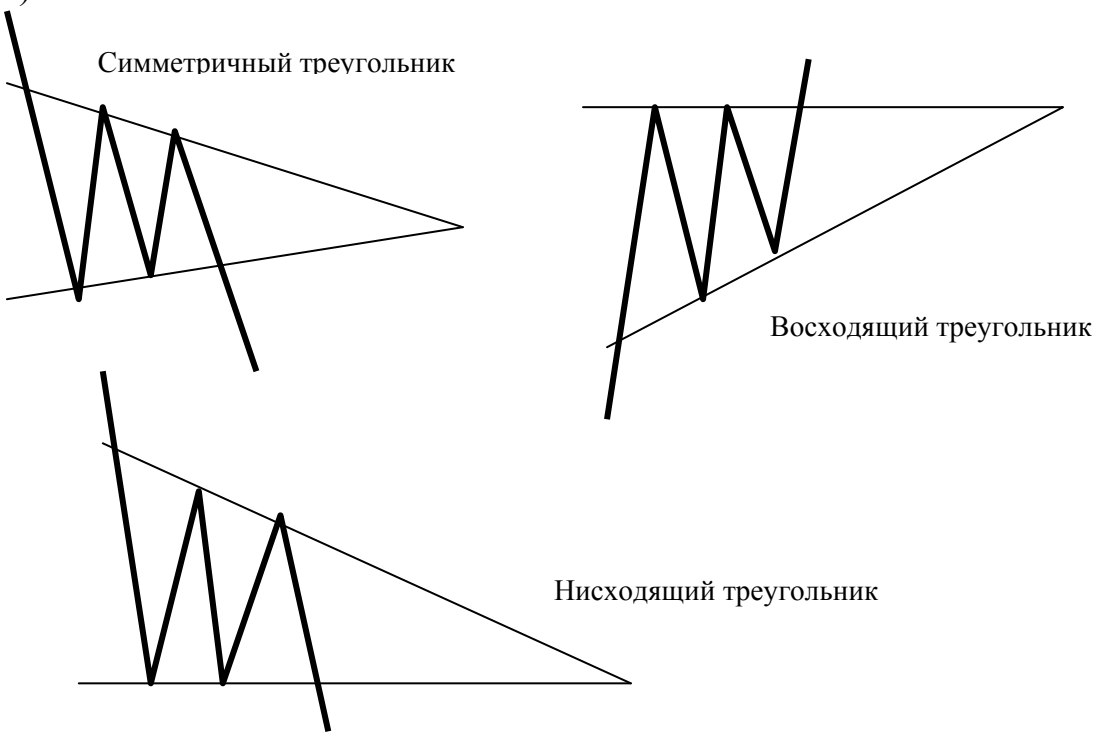

Рис. 6. Фигура «треугольник»

Фигуры смены существующего тренда (разворота)

В качестве фигуры разворота тренда рассмотрим график «голова-плечи» (рис. 7).

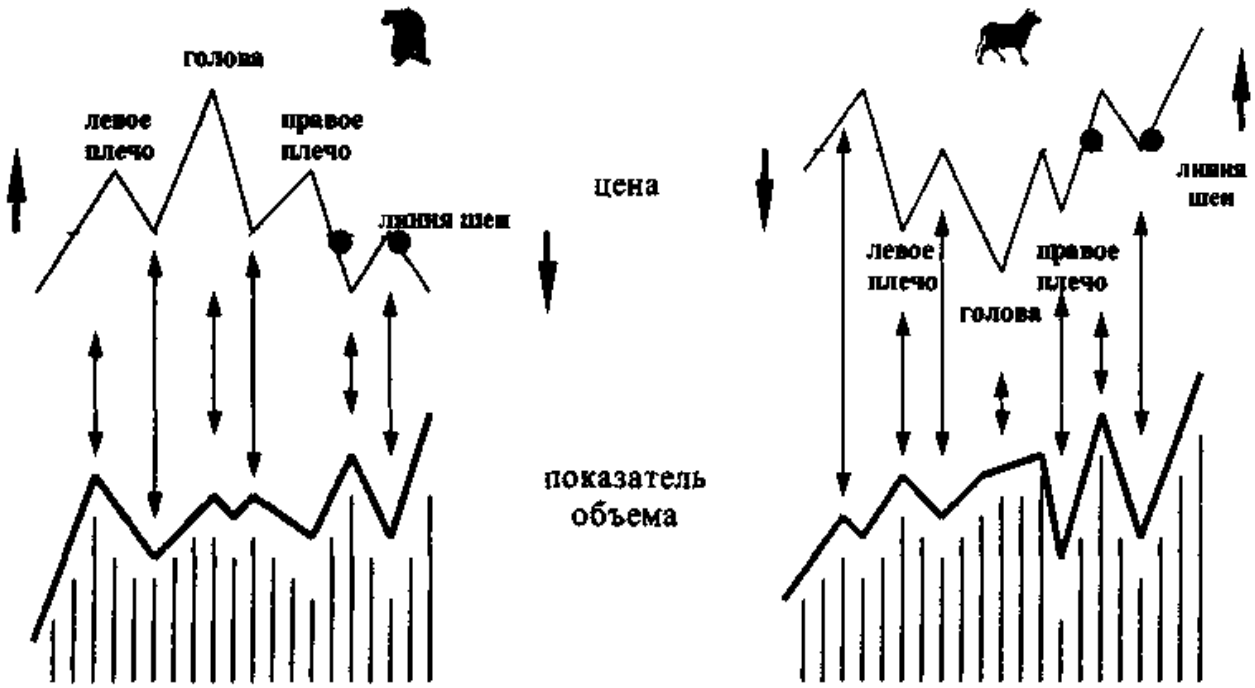

Рис. 7. Фигуры «голова-плечи» (Г-П)

Если на «медвежьем» (понижательном) тренде появляется фигура «перевернутая Г-П», то более высокое второе плечо усиливает подаваемый сигнал.

Если на «бычьем» (повышательном) тренде второе плечо у Г-П ниже первого, то это также усиливает сигнал.

Похожим образом строится прогнозирование с помощью японских свечей, разнообразные сочетания и взаимное расположение которых дают определенные сигналы продолжения или перелома тренда, и с использованием разнообразных статистических индикаторов (таких как скользящие средние – простые, экспоненциальные и взвешенные, а также разнообразные осцилляторы).

В современных условиях, когда процесс торгов автоматизирован, каждому трейдеру доступна информация обо всех сделках, а также все визуальные (графические) статистические показатели и их графики. Трейдер имеет возможность не только визуально наблюдать за изменениями графиков, появлением сигналов на продажу или покупку. Современное программное обеспечение имеет возможность самостоятельно распознавать сигналы купли-продажи и своевременно привлекать внимание трейдера к их появлению. Такое обеспечение включено во все профессиональные системы торговых технологий, такие как MetaStock, TradeStation, Wealth-lab и другие.

Современное программное обеспечение, построенное на использовании нейронных сетей, позволяет торговать, не прибегая к услугам трейдеров.

12. Эффективность фондовых операций

12.1. Эффективность инвестиций в акции и ее показатели

Инвестиции в акции, независимо от их срока, должны обеспечивать, в первую очередь, получение дохода от капитализации, включающего не только дивидендный доход, но и, в первую очередь, доход от изменения рыночной стоимости этого типа ценных бумаг.

Главным фактором уровня капитализации является дополнительная прибыль – та часть валовой прибыли компании, которая остается после погашения всех обязательств перед государством и кредиторами, включая держателей облигаций. Из дополнительной прибыли выплачиваются дивиденды по акциям и ее величина во многом определяет соотношение спроса и предложения на акции компании на фондовом рынке.

Фундаментальным свойством дополнительной прибыли является ее нестабильность, которая определяется принципиальной цикличностью экономического развития субъекта хозяйствования. Цикличность следует рассматривать в двух аспектах:

- в аспекте жизненного цикла каждого отдельного продукта компании, который включает последовательные стадии зарождения, роста, стабилизации и упадка[28], каждая из которых формирует различный уровень прибыли от реализации данного продукта и, следовательно, общей прибыли компании;
- в аспекте операционного цикл предприятия, который включает такие же стадии, как и жизненный цикл продукта, но их характеристика является интегрированной, то есть учитывает то, что каждый продукт компании находится на своей стадии жизненного цикла и общая прибыль компании представляет собой сумму прибылей (убытков) от реализации всего объема разнообразных товаров и услуг.

Для того чтобы определить ожидаемую доходность акций и принять обоснованное решение об их приобретении или продаже необходимо иметь обоснованное представление о том, на какой стадии операционного цикла будет находиться кампания эмитент в тот момент времени, который ограничивает предполагаемый срок инвестирования.

Для расчета эффективности инвестиций в акции применяются следующие показатели.

Дивидендная доходность акции ДД рассчитывается, как отношение суммы выплачиваемых на одну акцию дивидендов к рыночной цене акции.

Фактическая дивидендная доходность рассчитывается по формуле:

---

[28] В экономической литературе существуют и другие подходы к выделению стадий жизненного цикла продукта.

$$ДД = \frac{ОбщиеДивиденды ЗаПоследнийФинансовыйГод}{ТекущаяРыночнаяЦенаАкции} x100 \ (\%)$$

<u>Пример.</u> Компания ААА выплатила дивиденды в 20ХХ году на акцию в размере 15 Ry , текущая рыночная цена акции 275 Ry, фактическая дивидендная доходность составит:

$$ДД_{20XX}^{AAA} = \frac{15Ry}{275Ry} x100 = 5{,}45\,\%$$

Перспективная (ожидаемая) дивидендная доходность *ПДД* рассчитывается по формуле:

$$ПДД = \frac{Прогнозируемые(Ожидаемые)ДивидендыНаАкциюВ20УУгоду}{ТекущаяРыночнаяЦенаАкции} x100$$

<u>Пример</u> (продолжение). Компания ААА прогнозирует дивиденды в размере 18 Ry на акцию на текущий 20УУ финансовый год, тогда перспективная дивидендная доходность:

$$ПДД_{20УУ}^{AAA} = \frac{18Ry}{275Ry} x100 = 6{,}55\,\%$$

Хотя ранее упоминалось о том, что размер дивидендов занимает второе место по значению после изменения цены капитала, следует заметить, что инвесторы ожидают от компаний четкой и последовательной дивидендной политики. В результате, особенно в крупных компаниях, часто практикуется равномерное ежегодное увеличение дивидендных выплат.

Показатель дивидендной доходности можно сравнивать с процентной доходностью облигаций или иных финансовых инструментов с фиксированной доходностью для принятия обоснованных решений об объекте и инструменте инвестирования.

Доход на акцию EPS рассчитывается как отношение распределяемой прибыли (остающейся в распоряжении компании после выполнения всех фиксированных обязательств) к числу обыкновенных акций, находящихся в обращении.

$$EPS = \frac{ПрибыльПослеНалогов, Процентов, ДивидендовПоПривилегАкциям}{КоличествоВыпущенныхОбыкновенныхАкций}$$

Пример (продолжение). Распределяемая прибыль компании ААА составляет в 20XX году 1000000 Ry и она выпустила 50 000 акций, EPS составляет:

$$EPS_{20XX}^{AAA} = \frac{1000000Ry}{50000Ry} = 20Ry$$

Расчет EPS позволяет инвестору оценить совокупный доход от своих вложений, который включает как дивидендный, так и тот, который определяется увеличением капитала компании: часть распределяемой прибыли за вычетом дивидендов направляется, как правило, на увеличение активов, что является определяющим фактором формирования рыночной цены (курсовой стоимости) акций и, следовательно, дохода акционеров.

EPS измеряется в абсолютном выражении и, следовательно, ее можно сравнить с дивидендом на акцию. Разницу составляет величина прибыли, направленной в капитал предприятия, приходящаяся на одну акцию.

Из приведенных примеров видно, что компания (за последний финансовый 20XX год) увеличила свой капитал 250 000 Ry: увеличение капитала в расчете на одну акцию составило 20–15 = 5 Ry, что составляет всего 50 000*5 = 250 000 Ry, или одну четверть ее прибыли.

Срок окупаемости инвестиций в акции P/E рассчитывается как отношение рыночной цены акции к годовому доходу на акцию:

$$P/E = \frac{ЦенаАкции}{EPS}, \text{ (лет)}$$

Пример (продолжение): если приобрести акцию компании ААА за 275 Ry с ежегодным доходом на акцию 20 Ry, то такая инвестиция при сохранении объема и структуры распределяемой прибыли будет окуплена за:

$$P/E_{20XX}^{AAA} = \frac{275Ry}{20Ry} = 13{,}75, \text{ лет}$$

Область применения показателя P/E для принятия инвестиционных решений ограничена тем, что:

- показатели P/E сравнимы только для компаний, работающих в одной отрасли, и хотя существуют сравнительные соотношения между P/E для разных отраслей, на практике они не позволяют сравнивать эффективность отраслевых инвестиций в разных странах;
- компании обычно они не прогнозируют будущую прибыль (кроме целей внутреннего бюджетирования), а самостоятельная оценка прибыли инвестором не может являться достаточно точной;

- показатели P/E не учитывают инвестиционные риски и их высокое значение можно рассматривать как свидетельство завышенности или спекулятивности цены акции по отношению к доходам, которые лежат в ее основе (к реальной стоимости).

Чистая стоимость акции по активам NAV определяется как отношение чистых активов компании к числу акций в обращении:

$$NAV = \frac{АктивыЗаВычетомДолговИиздержек}{КоличествоВыпущенныхАкций}, \text{Ry}$$

Пример (продолжение): активы компании AAA после погашения всех долговых обязательств (по их номинальной стоимости) и оплаты всех издержек составляют в сумме 6 000 000 Ry, тогда:

$$NAV_{20XX}^{AAA} = \frac{6000000Ry}{50000} = 120 \text{ Ry}$$

При использовании NAV для принятия решений об инвестировании следует учитывать:

- величина NAV и рыночной ценой акции значительно различается для разных типов предприятий (для инвестиционных фондов NAV близка к цене акции фонда, для промышленной компании NAV может составлять около 30-50%% цены акции, для компании сферы услуг NAV – единицы процентов);
- на величину чистой стоимости активов сильное влияние оказывает принятая учетная политика, в соответствие с которой активы могут оцениваться разными способами, от частоты переоценки активов в связи с инфляцией, а также другие особенности финансового учета;
- чистая стоимость активов важна только в том смысле, что она указывает на границу, ниже которой цена акции падать не должна.

Многие частные инвесторы переоценивают значение текущей стоимости активов, считая, что именно она является истинной стоимостью компании. На большинстве рынков капитала это далеко от действительности.

Изменчивость рыночной цены акции $ß_a$, который рассчитывается как отношение коэффициента эластичности (ковариации) доходности акции по доходности рынка Cov (r_a, r_m) дисперсии доходности рынка D(r_m):

$$\beta_a = \frac{Cov(r_a, r_m)}{D(r_m)} \text{ где:}$$

r_a — доходность актива;

r_m — доходность рынка;

Данный показатель называется «коэффициентом бета» и служит мерой зависимости процентного изменения цены акции от одновременного процентного изменения общей характеристики доходности (индекса) рынка. Если «бета» акции выше 1, это означает, что при 10-процентном повышении (или снижении) цен на рынке, цена на эту акцию поднимется (или упадет) больше, чем на 10%, и наоборот, цена на акцию с «бетой» от 0 до 1 поднимется (или упадет) меньше, чем на 10%, Отрицательные значения этого показателя встречаются очень редко, поскольку говорит о том, что цена данных акций меняется в направлении, обратном общему изменению рынка.

При принятии инвестиционных решений следует учитывать, что ценные бумаги с низким показателем «бета» - это инструменты низкого риска, но, одновременно – низкой доходности.

12.2. Эффективность инвестиций в облигации и ее показатели

Облигация может приносить доход двумя способами:

- в форме процентной ставки (купона) по займу, который в большинстве случаев представляет собой фиксированную годовую сумму, которая выплачивается либо раз в полгода, либо один раз в конце года – купонный доход;
- в форме прироста капитала, который выражается разницей между ценой покупки облигации и ценой, по которой инвестор продает облигацию – курсовой доход.

Специфической чертой, которую необходимо учитывать, определяя потенциальный доход от облигации, является то, что цены облигаций растут по мере падения процентных ставок и падают по мере их роста.

Кроме того, на доходность облигации сильное влияние оказывает инфляция, поскольку при фиксированном купонном доходе и цене погашения эти параметры фактически снизятся пропорционально снижению покупательной способности денег[29].

При оценке доходности облигаций следует учитывать, что облигации могут иметь одну или несколько дата погашения. Если по облигации существует одна дата погашения (заем с единовременным погашением), то именно эта дата будет использоваться для расчета дохода. Однако если по облигации существуют раздельные даты погашения, то необходимо определить, какая из этих дат подходит для расчета доходности лучше всего.

---

[29] Необходимо учитывать, что если рынок считает, что увеличение правительством процентных ставок в перспективе снизит инфляцию, то цены облигаций могут остаться неизменными или даже начать расти. Это правило верно в большинстве случаев, но гарантии такого поведения цен дать не может.

Один из способов определения наиболее вероятной даты погашения заключается в том, чтобы при приближении к возможной дате погашения оценить, является ли текущая цена облигации выше или ниже номинала. Если цена выше номинала (т. е. текущие процентные ставки выше, чем при выпуске облигации), то это может означать, что эмитент в настоящий момент может заимствовать деньги по более низкой ставке, чем он платит сейчас. Следовательно, эмитент постарается погасить облигацию в самую раннюю дату, и первая дата погашения будет использоваться в расчетах дохода. С другой стороны, если цена меньше номинала (т. е. процентные ставки выросли), то в интересах заемщика будет продержать эти облигации как можно дольше. Соответственно в расчетах будет использоваться наиболее поздняя дата.

Для оценки эффективности инвестиций в облигации применяются следующие показатели.

Текущая доходность $Д_т$, которая рассчитывается как отношение купонного дохода КД к текущей (рыночной) цене облигации $Ц_т$:

$$Д_т = (КД / Ц_т)*100$$

Подчеркнем, что для расчета используется именно текущая цена, а не та цена, которая была заплачена за облигацию инвестором.

Пример. Текущая цена облигации 200 Ry, ставка купонного дохода - 10%, тогда купонный доход:

$$КД = (200*10) / 100 = 20 \text{ Ry}$$

текущая доходность:

$$Д_т = (20/100)*100=20\%$$

Доходность к погашению YTM, которая рассчитывается как отношение дохода к погашению к текущей (рыночной) цене облигации[30]:

$$YTM = \frac{Купон + (НоминалОблигации - РыночнаяЦенаОблигации)*100}{РыночнаяЦенаОблигации}$$

Доход к погашению – это общая сумма доходов, получаемых за период держания облигации как в форме купонных платежей, так и в форме прироста или уменьшения капитала по основной сумме при

[30] Существует несколько методов расчета доходности к погашению; здесь рассматривается самый простой, предполагающий, что к текущему доходу добавляется прирост капитала (или потеря) к погашению, и *YTM* рассчитывается как процент этой суммы от текущей цены:

предположении, что все полученные купонные платежи были реинвестированы с той же нормой прибыли.

Пример. Номинальная цена облигации 100 Ry, текущая цена облигации - 75 Ry, купонная доходность - 10%, номинальная стоимость - 100 Ry, период погашения - 10 лет, тогда доходность к погашению:

$$YTM_{20XX}^{AAA} = \frac{10 + (100 - 75) * 100}{75} = 16{,}6\,\%$$

12.3. Ликвидность ценных бумаг

Под *ликвидностью ценных бумаг* понимается их способность трансформироваться в наличные деньги, то есть постоянство рыночного спроса на тот или иной финансовый инструмент. Данный показатель следует рассматривать как характеристику эффективности ценных бумаг, поскольку их высокая ликвидность позволяет владельцу (инвестору) при необходимости без затруднений получить доход по ним.

Одной из основных характеристике уровня ликвидности ценных бумаг является спрэд –абсолютная разница между котировками на покупку и продажу ценных бумаг: чем меньше его значение, тем более ликвидна данная бумага.

Существенным фактором, оказывающим влияние на уровень ликвидности ценных бумаг, является инвестиционная привлекательность бумаг конкретного эмитента, которая складывается как из показателей эффективности деятельности предприятия в целом, так и по показателям анализа соотношения между результатами производственно-финансовой деятельности предприятия и рыночной оценки его ценных бумаг.

При оценке ликвидности российских финансовых инструментов корректно говорить о росте ликвидности с точки зрения количества отдельных ценных бумаг, обретающих ликвидность на рынке, но не о ликвидности российского рынка в целом. Если понимать под ликвидностью рынка его способность поглощать значительные количества ценных бумаг при незначительных колебаниях курсов и низких издержках на реализацию, то пока можно уверенно говорить лишь о возрастающей способности рынка к поглощению новых объемов ценных бумаг и постепенном снижении курсового спрэда.

К числу основных факторов, способствующих повышению ликвидности акций российских компаний, относятся:

- общее улучшение финансово-экономического состояния компаний, достигаемое в том числе путем проведения финансового оздоровления предприятия и ведущее к улучшению показателей эффективности его деятельности, таких, например, как прибыльность

продаж (ROS), доходность капитала (ROE), доходность активов (ROA), прибыль на обыкновенную акцию (EPS) и др.;

- повышение информационной открытости компаний, предполагающее активную политику эмитента по обеспечению участников рынка регулярной информацией о своей производственной и финансовой деятельности, в том числе регулярное проведение финансового и производственного аудита, подготовка ежеквартальных отчетов о деятельности предприятия, ведение бухгалтерского учета по международным стандартам;
- проведение компаниями-эмитентами благоприятной для инвесторов и профессиональных участников рынка политики, в том числе, использование эффективных форм и процедур ведения реестра, исключение из устава акционерного общества ограничений на инвестиции, мероприятия по повышению инвестиционной привлекательности ценных бумаг и расширение возможностей доступа различных групп инвесторов, в том числе иностранных, к инвестированию в данное предприятия.

Существенным фактором повышения ликвидности ценных бумаг российских эмитентов является их продвижение на зарубежные финансовые рынки, в первую очередь в форме выпуска производных инструментов на базовые российские ценные бумаги (ADR, GDR, RDC).

Литература

Нормативно-правовые документы

Гражданский кодекс РФ. - М., Эксмо, 2009.

Федеральный закон от 22 04. 1996 г. №39 «О рынке ценных бумаг».

Федеральный закон от 05.03.1999 г. N 46-ФЗ "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг".

Приказ ФСФР России от 25 января 2007 года № 07-4/пз-н "Об утверждении Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг".

Приказ ФСФР России от 10 октября 2006 года N 06-117/пз-н "Об утверждении Положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг".

Приказ 29ФСФР России "Об утверждении Положения о порядке выдачи Ф30СФР России разрешения на размещение и (или) обращение эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами РФ" от 12 января 2006 года N 06-5/пз-н.

1. Асаул А.Н., Асаул Н.А., Фалтинский Р.А., Основы бизнеса на рынке ценных бумаг. - СПб, Институт проблем экономического возрождения 2008.
2. Галанов В.А., Гришина О.А., Голда З.К. Рынок ценных бумаг: теория и практика. - М., Финансы и статистика 2008.
3. Жуков. Е.Ф. Рынок ценных бумаг. - М., ЮНИТИ-ДАНА 2009.
4. Рубцов Б.Л. Современные фондовые рынки. - М., Альпина Бизнес Букс 2007.
5. Чалдаева Л.А., Килячков А.А.Рынок ценных бумаг. - М., Экономистъ 2008.
6. Ральф Винс Математика управления капиталом: Методы анализа риска для трейдеров и портфельных менеджеров. - М., Альпина Бизнес Букс 2007.
7. Закарян И.О., Практический Интернет-трейдинг. - М., SmartBook 2008.
8. Майкл Н. Кан Технический анализ. - СПб, Питер 2009.
9. Колмыкова Л.И., Фундаментальный анализ финансовых рынков. - СПб, Питер 2009.
10. Рычков В.В Теория и практика работы на российском рынке акций. – М., Олимп-Бизнес 2008.
11. Франк Фабоцци. Рынок облигаций: Анализ и стратегии. - М., Альпина Бизнес Букс 2007.
12. Хоменко Е.Г., Правовое регулирование рынка ценных бумаг. - М., Юристъ 2008.

В 2007 году СПбГУ ИТМО стал победителем конкурса инновационных образовательных программ вузов России на 2007–2008 годы. Реализация инновационной образовательной программы «Инновационная система подготовки специалистов нового поколения в области информационных и оптических технологий» позволит выйти на качественно новый уровень подготовки выпускников и удовлетворить возрастающий спрос на специалистов в информационной, оптической и других высокотехнологичных отраслях экономики.

КАФЕДРА ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

Кафедра финансового менеджмента организована в 1995 году в связи с необходимостью преподавания ряда специальных дисциплин студентам, обучающимся по специальности «Менеджмент организации». Профессорско-преподавательский состав кафедры сочетает педагогическую деятельность с практической научно-методической работой в сфере финансов и производства. В учебном процессе кафедры принимают участие работники петербургских организаций и финансовых служб ведущих предприятий города. В 1999 году решением учебно-методического объединения на кафедре открыта подготовка и выпуск студентов по специализации «Финансовый менеджмент».

Дмитрий Михайлович Мальцев
Андрей Александрович Голубев

Фондовые рынки и фондовые операции

Учебное пособие

В авторской редакции
Санкт-Петербургский государственный университет информационных технологий, механики и оптики
Зав. редакционно-издательским отделом Н.Ф. Гусарова
Лицензия ИД № 00408 от 05.11.99
Подписано к печати «____»____2009.
Отпечатано на ризографе Тираж 100 экз. Заказ № _____

Редакционно-издательский отдел
Санкт-Петербургского государственного
университета информационных технологий,
механики и оптики
197101, Санкт-Петербург, Кронверкский пр., 49

ИТМО
ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ