



**А. Б. Киселев**

# ***РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ***

Кемерово 2020

МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Федеральное государственное бюджетное образовательное  
учреждение высшего образования  
«Кузбасский государственный технический университет  
имени Т. Ф. Горбачева»

А. Б. Киселев

## ***РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ***

Кемерово 2020

УДК 336.763(075.8)

Рецензенты:

О. Н. Козлова – доцент, кандидат экономических наук, кафедра «Финансы и кредит» ФГБОУ ВО «Кемеровский государственный университет».

Е. А. Филимонова – доцент, кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов и банковского дела Кемеровского института (филиала) ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова».

**Киселев, А. Б. Рынок ценных бумаг** : учеб. пособие / А. Б. Киселев ; Кузбасский государственный технический университет имени Т. Ф. Горбачева. – Кемерово, 2020. – 119 с. – ISBN 978-5-00137-172-4. – Текст : непосредственный.

Изложены основные понятия фондового рынка и анализ состояния рынка ценных бумаг РФ.

Предназначено для студентов специальности 38.05.01 «Экономическая безопасность», может быть использовано обучающимися по экономическим направлениям.

Печатается по решению редакционно-издательского совета Кузбасского государственного технического университета имени Т. Ф. Горбачева.

УДК 336.763(075.8)

© Кузбасский государственный  
технический университет  
имени Т. Ф. Горбачева, 2020

© Киселев А. Б., 2020

ISBN 978-5-00137-172-4

## ОГЛАВЛЕНИЕ

ПРЕДИСЛОВИЕ .....	5
ГЛАВА 1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ .....	6
1.1. Понятие рынка .....	6
1.2. Классификации рынка ценных бумаг .....	7
1.3. Функции рынка ценных бумаг .....	11
1.4. Участники рынка ценных бумаг .....	12
Контрольные вопросы .....	14
ГЛАВА 2. ЦЕННАЯ БУМАГА И ЕЕ КЛАССИФИКАЦИИ .....	15
2.1. Понятие ценной бумаги .....	15
2.2. Экономические виды ценных бумаг .....	16
2.3. Классификация ценных бумаг .....	20
Контрольные вопросы .....	24
ГЛАВА 3. ВИДЫ ЦЕННЫХ БУМАГ И ИНСТРУМЕНТОВ НА ИХ ОСНОВЕ .	25
3.1. Акция .....	25
3.2. Облигация .....	30
3.3. Государственная облигация .....	34
3.4. Вексель .....	35
3.5. Закладная .....	44
3.6. Коносамент .....	46
3.7. Производные финансовые инструменты на ценные бумаги .....	48
Темы для рефератов .....	49
ГЛАВА 4. ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ .....	50
4.1. Понятие первичного рынка .....	50
4.2. Эмиссия ценных бумаг .....	53
4.3. Размещение ценных бумаг и его классификации .....	55
Контрольные вопросы .....	58
ГЛАВА 5. ПРОФЕССИОНАЛЬНАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ .....	60
5.1. Понятие и виды профессиональной деятельности .....	60
5.2. Лицензирование профессиональной деятельности .....	61
5.3. Брокерская деятельность .....	64
5.4. Деятельность по управлению ценными бумагами .....	66
5.5. Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг .....	68
5.6. Депозитарная деятельность .....	71
5.7. Деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг .....	75
5.7.1. Общие требования к организации торговли .....	75
5.7.2. Фондовая биржа как организатор рынка .....	76
Задания для самостоятельной работы .....	78

ГЛАВА 6. ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ .....	79
6.1. Общее представление о вторичном рынке и обращении ценных бумаг ....	79
6.2. Ранжирование ценных бумаг на рынке .....	83
6.2.1. Листинг акций.....	83
6.2.2. Рейтинг облигаций .....	86
6.3. Котировка ценных бумаг и фондовые индексы .....	90
6.4. Ликвидность ценных бумаг .....	92
6.5. Капитализация фондового рынка .....	95
Контрольные вопросы.....	98
ГЛАВА 7. РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ .....	99
7.1. Государственное регулирование.....	99
7.2. Саморегулирование на рынке ценных бумаг .....	104
Контрольные вопросы.....	106
ГЛАВА 8. ПОРТФЕЛЬ ЦЕННЫХ БУМАГ .....	107
8.1. Понятие портфеля ценных бумаг.....	107
8.2. Управление портфелем ценных бумаг .....	111
8.3. Модели формирования портфеля ценных бумаг .....	115

## ПРЕДИСЛОВИЕ

Целью освоения дисциплины «Рынок ценных бумаг» является приобретение студентами теоретических знаний и практических навыков по организации и функционированию фондового рынка, эмиссии ценных бумаг, рынка государственных бумаг.

Основными задачами изучения дисциплины являются:

- изучение основ функционирования национального фондового рынка;
- получение информации о рынке ценных бумаг, инфраструктуре рынка ценных бумаг;
- познание процесса курсообразования ценных бумаг;
- освоение навыков применения на практике методики оформления портфеля ценных бумаг и управления им.

Освоение дисциплины формирует способность проводить комплексный анализ угроз экономической безопасности при планировании и осуществлении инновационных проектов.

«Рынок ценных бумаг» является дисциплиной специальности «Экономическая безопасность».

# ГЛАВА 1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

## 1.1. Понятие рынка

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

Рассмотрим предварительные исходные определения.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## **1.2. Классификации рынка ценных бумаг**

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

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

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

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

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

По виду ценных бумаг данный рынок подразделяется на относительно самостоятельные рынки каждой отдельной ценной бумаги: рынки акций, облигаций, векселей и т. п. В этом случае под рынком подразумевается как бы само наличие в рыночной практике соответствующей ценной бумаги, выполняющей присущие ей функции, а во все не обязательно наличие рынка как сферы торговли конкретной ценной бумагой. Рынок ценной бумаги – это любые отношения, свя-

занные с ценной бумагой, а не только торговля ею, или отношения ее купли-продажи.

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

Рынок вторичных ценных бумаг – это рынок ценных бумаг, основанных на других ценных бумагах. Примером вторичных ценных бумаг в российских условиях, в частности, являются «опционы эмитента» или американские депозитарные расписки.

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

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

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

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

Рынок корпоративных ценных бумаг – это рынок ценных бумаг, выпускаемых коммерческими организациями («корпорациями»). В российской практике отсутствуют ценные бумаги, эмитентами которых были бы физические лица, хотя потенциально они и могут быть ими для некоторых видов бумаг (вексель, закладная). В этом смысле

точнее говорить, что рынку государственных ценных бумаг противостоит не рынок корпоративных, а рынок негосударственных бумаг, который тогда, в свою очередь, следовало бы разделять на рынок корпоративных ценных бумаг и рынок ценных бумаг частных граждан.

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

В зависимости от степени концентрации (сосредоточения) отношений эмитентов и инвесторов с точки зрения места, времени, процессов рынок ценных бумаг подразделяется на биржевой и внебиржевой.

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

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

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

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

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

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

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

Электронный (компьютеризированный) рынок – это рынок, на котором процесс купли-продажи ценных бумаг осуществляется путем электронного контакта (по электронным сетям) между продавцами и покупателями.

В обобщенном (сводном) виде классификация перечисленных выше рынков ценных бумаг представлена в табл. 1.2.1.

Таблица 1.2.1

### Классификация рынков ценных бумаг

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

### 1.3. Функции рынка ценных бумаг

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

Общерыночные функции рынка ценных бумаг:

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

Функции рынка ценных бумаг как финансового рынка:

- перераспределительная. Посредством финансовых рынков осуществляется перераспределение сбережений или вообще свободных денежных средств из их простых денежных форм в различные формы капитала. Покупка доходной ценной бумаги означает, что деньги инвестора превратились в капитал;
- защитная, или антирисковая. Финансовые рынки предоставляют своим участникам инструменты защиты капитала от рисков.

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

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

#### **1.4. Участники рынка ценных бумаг**

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

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

- непрофессиональных участников рынка;
- профессиональных участников рынка.

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

Профессиональные участники рынка ценных бумаг (рис. 1.4.1) – это лица, которые осуществляют профессиональные виды деятельности на данном рынке. Профессиональные участники имеют право работать на данном рынке только при наличии специальной лицензии

(разрешения) на осуществление определенного вида профессиональных услуг на данном рынке.

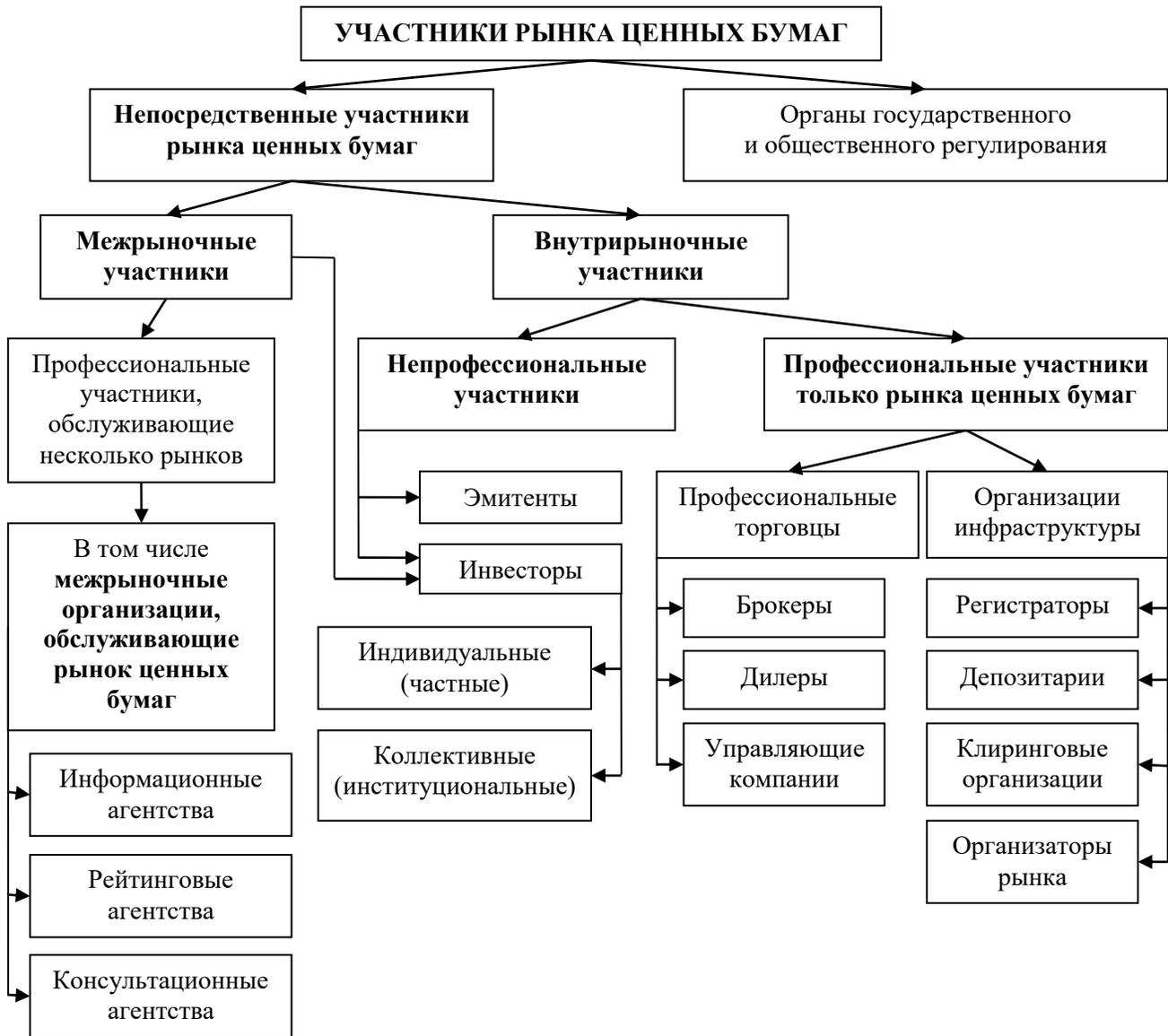


Рис. 1.4.1. Современные участники рынка ценных бумаг

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

- брокеры на рынке ценных бумаг – это организации, которые заключают сделки по купле-продаже ценных бумаг для своих клиентов за счет самих клиентов;
- дилеры на рынке ценных бумаг – это организации, которые продают и покупают ценные бумаги от своего имени и за свой счет на основе объявленных ими цен;

- управляющие компании – это организации, осуществляющие доверительное управление ценными бумагами и вкладываемых в них денежных средств клиентов;
- регистраторы – это организации, задачей которых является ведение списков (реестров) владельцев ценных бумаг;
- депозитарии – это организации, которые должны осуществлять хранение и/или учет ценных бумаг участников рынка;
- клиринговые организации – это организации, осуществляющие расчетное обслуживание участников рынка ценных бумаг;
- организаторы рынка, в том числе фондовая биржа, – это организации, которые способствуют (создают необходимые условия) заключению сделок на рынке ценных бумаг.

### **Контрольные вопросы**

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

## ГЛАВА 2. ЦЕННАЯ БУМАГА И ЕЕ КЛАССИФИКАЦИИ

### 2.1. Понятие ценной бумаги

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

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

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

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

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

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

Различия между ними состоят в следующем:

- в различной юридической основе. В юридическом плане деньги есть законное платежное средство, а ценные бумаги – по определению имущественное право. Платежное средство – это всегда имущественное право, но имущественное право не всегда является платежным средством;

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

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

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

## 2.2. Экономические виды ценных бумаг

**Понятие экономических видов ценной бумаги.** Экономические виды ценных бумаг (рис. 2.2.1) – это формы существования фиктивной стоимости в виде пенных бумаг. Иначе говоря, это деление ценных бумаг в зависимости оттого, какие действительные формы существования стоимости они замещают или фиксируют в эмиссионном отношении.

Если упростить данное определение, то можно сказать, что экономические виды ценной бумаги – это ее виды, замещающие на рынке действительные товары, деньги и капитал. Любая ценная бумага пред-

стает на рынке, т. е. в инвестиционном отношении, как отражение указанных видов объектов собственности по отдельности или, что чаще всего имеет место, в какой-то форме капитала.

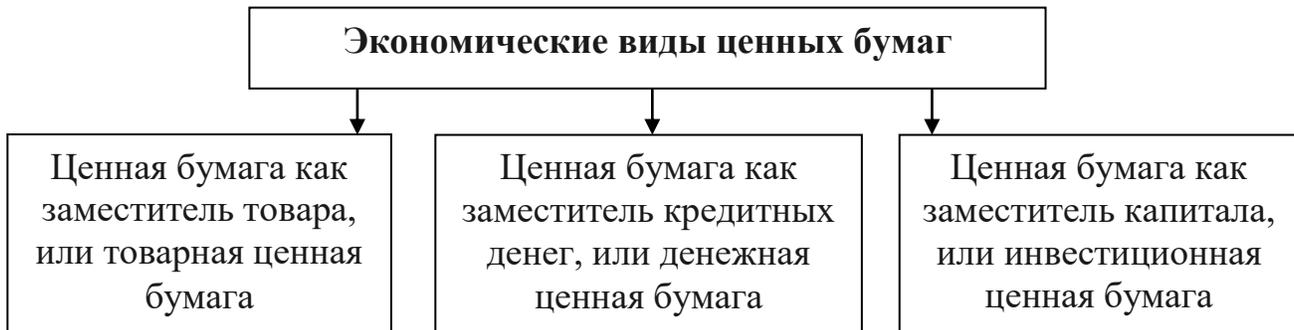


Рис. 2.2.1. Экономические виды ценных бумаг

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

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

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

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

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

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

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

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

$$Д = Ц \cdot П,$$

где  $Д$  – доход по ценной бумаге;

$Ц$  – денежная сумма, положенная на депозит;

$П$  – процент, выплачиваемый по депозиту (в долях).

Отсюда получаем

$$Ц = \frac{Д}{П},$$

где  $Ц$  – цена ценной бумаги, равная сумме депозита.

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

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

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

**Доверительная ценная бумага** – это инвестиционная ценная бумага, доход инвестора по которой является чистым доходом, создаваемым отчужденным в доверительное управление капиталом за минусом вознаграждения управляющему этим капиталом. Вознаграждение управляющему – это плата за его услуги по управлению капиталом.

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

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

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

С экономической точки зрения, за данным делением скрывается характер употребления отчужденного инвестором капитала.

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

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

Коммерческая ценная бумага есть фиктивный капитал, поскольку она представляет собой товарную форму существования лишь чистого дохода, она выступает не как действительный капитал, а как капитализированный чистый доход. Коммерческая ценная бумага есть рыночное отражение реально функционирующего частного капитала,

который приносит чистый доход, частично присваиваемый владельцем ценной бумаги.

В отличие от нее государственная ценная бумага – это отражение капитала, которого вообще не существует в качестве капитала, а потому она есть фиктивный капитал вдвойне, т. е. и как только замещение функционирующего объекта, и одновременно как полное отсутствие самого этого замещаемого объекта (табл. 2.2.1).

Таблица 2.2.1

**Экономические различия между государственными и коммерческими инвестиционными ценными бумагами**

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

### 2.3. Классификация ценных бумаг

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

В ст. 143:

- государственная облигация;
- облигация.

**Характеристики ценной бумаги.** Форма ценной бумаги имеет целый ряд реквизитов, или разнообразных характеристик, многие из которых обязательны для соответствующего вида ценных бумаг и задаются законом.

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

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

- срочные – это ценные бумаги, срок существования которых ограничен во времени по условиям их выпуска. Большинство выпускаемых ценных бумаг имеют заранее заданные сроки обращения, что вытекает из того, что лежащее в их основе эмиссионное отношение есть всегда срочное отношение;

- бессрочные – это ценные бумаги, для существования которых не установлены ограничения во времени по условиям их выпуска. Классический вид бессрочных бумаг – акции. Бессрочность ценной бумаги означает, что выплата чистого дохода по ней не имеет временных ограничений, а сроки и способы гашения ее заранее неизвестны.

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

- документарные (их еще часто называют «бумажными») – это ценные бумаги, выпускаемые в форме документа;

- бездокументарные – это ценные бумаги, существующие в виде записей на материальных (компьютерных, электронных) носителях, порядок осуществления которых регулируется государством.

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

- ценные бумаги, которые могут выпускаться только в документарной форме. К ним относятся векселя, чеки, складские свидетельства, коносаменты и др.;

- ценные бумаги, которые могут выпускаться как в документарной, так и в бездокументарной формах. Это в основном акции и облигации.

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

1) рыночные – это ценные бумаги, которые обладают полной свободой обращения, в силу чего их еще можно называть свободнообращающимися ценными бумагами;

2) нерыночные – это ценные бумаги, которые имеют ограничения или запрет на передачу путем купли-продажи. Они условно могут быть разделены на:

- частично нерыночные ценные бумаги – это ценные бумаги, которые могут продаваться и покупаться на рынке, но при соблюдении наложенных на них ограничений;

- полностью нерыночные ценные бумаги – это ценные бумаги, которые по условиям их выпуска вообще не могут продаваться и покупаться на рынке (перепродаваться), а только подлежат возврату их эмитенту.

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

- долевые (владельческие) – это ценные бумаги, которые представляют собственный (уставный) капитал эмитента;

- долговые – это ценные бумаги, которые представляют заемный капитал для их эмитента;

- доверительные – это ценные бумаги, представляющие собой капитал, находящийся в доверительном управлении.

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

- доходные – это ценные бумаги, доход по которым уже заложен в самом эмиссионном отношении, и он выплачивается эмитентом их владельцу. В свою очередь, они имеют две формы:

1) процентные – это ценные бумаги, по которым эмитент выплачивает доход, начисляемый (рассчитываемый) им самим;

2) дисконтные – это ценные бумаги, по которым эмитент уплачивает доход в форме дисконта;

- бездоходные – это ценные бумаги, по которым сам эмитент никакого дохода не выплачивает.

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

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

Инвестиционный доход, или доход, получаемый инвестором (владельцем) ценной бумаги, может состоять из двух частей:

- 1) выплачиваемый (начисляемый) – это доход, который выплачивает эмитент инвестору в соответствии с условиями выпуска ценной бумаги;

- 2) дифференциальный – это доход, который может быть получен от разницы в рыночных ценах по ценной бумаге.

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

- инвестиционной (капитальной) – это ценная бумага, которая приносит ее владельцу инвестиционный доход. Выражаясь иначе, это ценная бумага как объект для инвестирования, или как объект для вложения денег в качестве капитала, или как доходный рыночный актив, т. е. то, что приносит желаемый инвестором вид дохода. К инвестиционным ценным бумагам в обычных условиях всегда относятся акции и облигации как ценные бумаги, приносящие процентный или дивидендный доход, иначе – просто доходные ценные бумаги;

- неинвестиционной – это ценная бумага, обращение которой на рынке не приносит дохода (инвестиционного) ее владельцу. Обычно неинвестиционными являются ценные бумаги, обслуживающие расчеты на товарных или других рынках. Чаще всего в этой роли выступают коносаменты, складские свидетельства, чеки.

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

### **Контрольные вопросы**

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

## **ГЛАВА 3. ВИДЫ ЦЕННЫХ БУМАГ И ИНСТРУМЕНТОВ НА ИХ ОСНОВЕ**

### **3.1. Акция**

**Понятие акции.** Официальное юридическое определение акции дается в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг»: акция – это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации.

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

Акция есть юридическая форма существования уставного капитала акционерного общества вне его, т. е. на рынке, или, выражаясь иначе, акция – просто фиктивный уставный капитал.

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

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

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

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

- бессрочность. Акция не имеет ограничений по сроку своего существования, которые были бы заложены в условиях ее выпуска (эмиссии). Обычно акция прекращает свое существование в двух возможных случаях:

- когда акционерное общество по каким-то причинам перестает существовать (решение акционеров, банкротство, реорганизация);

- когда имеет место процесс обмена акций на акции другого вида данного общества (в случае замены одних акций на другие) или на акции другого акционерного общества (в случае слияния, присоединения).

Бессрочность акции означает, что:

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

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

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

- эмиссионность. Акция есть эмиссионная ценная бумага; каждый выпуск акций должен быть зарегистрирован по определенным правилам соответствующим органом государственной регистрации;

- обязательные реквизиты акции. Согласно Федеральному закону «О рынке ценных бумаг» любая акция должна иметь обязательные реквизиты, основные из которых следующие:

- наименование – «акция»;

- наименование акционерного общества, его юридический адрес;

- порядковый номер;

- вид акции;

- номинальная стоимость;

- размер уставного капитала акционерного общества;

- количество выпускаемых акций (в данной эмиссии);

- имя владельца;
- сведения о дивидендах (сроки и способы выплаты и др.);
- сведения о порядке регистрации;
- подписи и печать эмитента и др.

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

- право на дивиденд. Акционер имеет право на получение части чистой прибыли от деятельности акционерного общества в расчете на каждую акцию. Эта часть чистой прибыли исторически получила название «дивиденд». (Чистая прибыль – это валовая прибыль акционерного общества за минусом налогов, уплачиваемых из прибыли в пользу государства.) Размер дивиденда, очевидно, зависит от итогов работы акционерного общества, т. е. от размера полученной им прибыли и от проводимой им дивидендной политики. В среднем половина чистой прибыли общества идет на выплату дивидендов, а другая – на нужды его самого. Если общество быстро развивается, то доля дивидендов в чистой прибыли обычно невелика или дивиденды на этом временном этапе его развития не выплачивают совсем;

- право на управление. Акционер имеет право на участие в управлении акционерным обществом, но только путем участия в работе его общего собрания, а через это он имеет возможность участвовать и в выборе состава всех его органов управления;

- право на часть имущества. Речь идет не о функционирующем имуществе (капитале) акционерного общества, а об имуществе, остающемся в случае прекращения его деятельности по каким-либо внутренним или внешним причинам. Только имущество «умершего» акционерного общества возвращается его акционерам пропорционально имеющемуся у каждого из них числу акций. Акционеры не имеют никаких прав на функционирующее имущество (капитал) акционерного общества. Его распределение среди акционеров вполне соответствует

процессу возврата первоначальной ссуды инвестора, но только возросшей за время работы общества и только безотносительно к конкретному владельцу акции, поскольку ее последний владелец обычно очень далек от ее первоначального собственника.

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

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

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

Расщепление (сплит) акций – это увеличение числа акций, сопровождаемое пропорциональным уменьшением их номинальной стоимости.

**Виды акций.** По российскому законодательству акции могут быть только двух видов – обыкновенные и привилегированные (рис. 3.1.1):

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

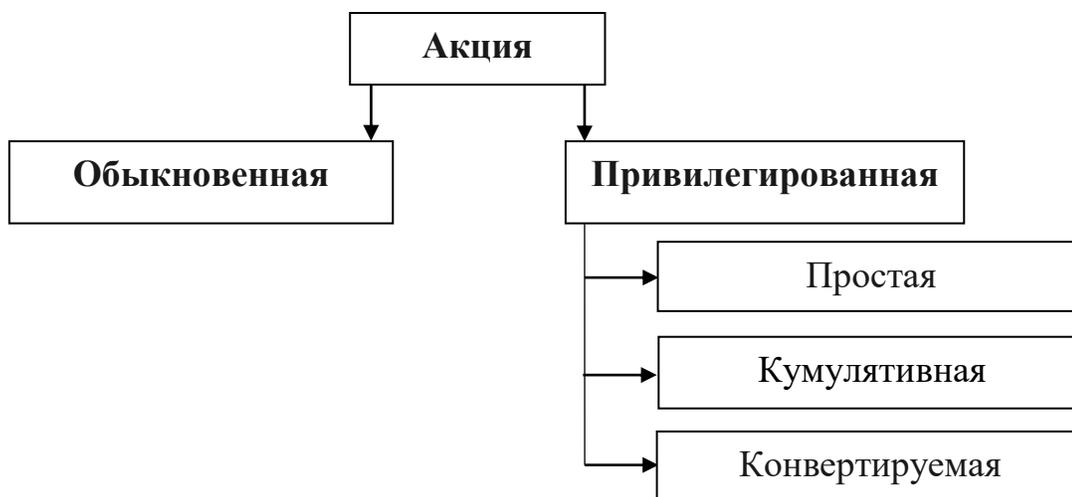


Рис. 3.1.1. Виды акций по российскому законодательству

**Цена акции.** На фондовом рынке у акции имеются только две оценки, являющиеся предметом соглашения (рис. 3.1.2):

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

Номинальная стоимость акции необходима для:

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

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

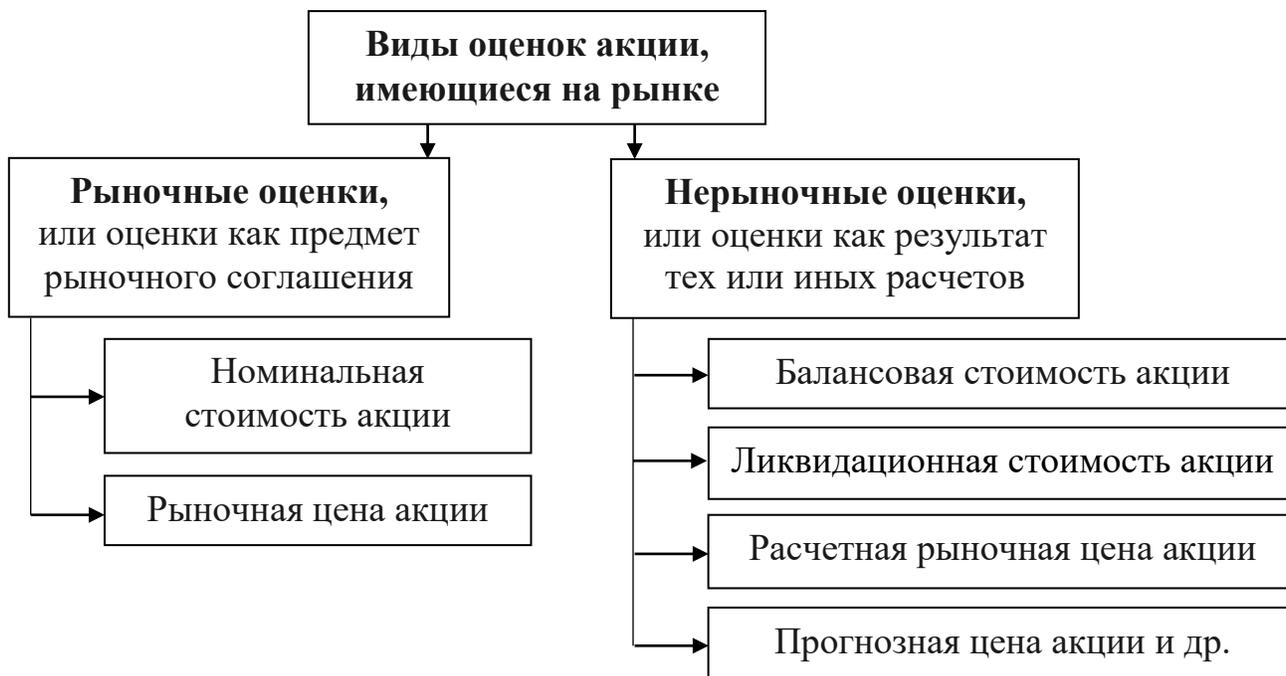


Рис. 3.1.2. Виды оценок акции

### 3.2. Облигация

**Определение.** В российском законодательстве имеется несколько определений облигации:

- в ст. 816 ГК РФ: облигация – это ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя на получение от лица, выпустившего облигацию, в предусмотренный ею срок номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента. Облигация предоставляет ее держателю также право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации или иные имущественные права;

- в ст. 2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг»: облигация – это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Доходом по облигации являются процент и/или дисконт.

Как следует из приведенных текстов, второе определение представляет собой уточнение первого в отношении указания на форму выпуска облигации – путем эмиссии и на виды дохода по облигации – процент и дисконт.

Основные характеристики. Облигация есть ценная бумага, которая является:

- долговой;
- эмиссионной;
- доходной;
- документарной или бездокументарной;
- срочной по российскому законодательству, но в мировой практике имеются примеры и бессрочных облигаций;
- предъявительской или именной; облигация не может быть ордерной ценной бумагой;
- номинированной.

Основные различия между облигацией и акцией можно сгруппировать следующим образом:

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

**Классификации основных видов облигаций.** Количество видов облигаций, существующих в мировой практике, можно было бы назвать теоретически бесконечным. Это объясняется тем, что облигация есть способ прямого доступа к кредитору, часто предъявляющего свои индивидуальные требования к условиям, на которых он согласен отдать свой свободный капитал в долг другому участнику рынка. На

практике облигации часто выпускаются на условиях, которые представляют интерес для какого-то определенного слоя (группы) кредиторов. Различия в условиях выпуска облигаций и лежат в основе соответствующих их видов и разновидностей. Наиболее массовые виды облигаций могут быть классифицированы по следующим признакам (рис. 3.2.1).



Рис. 3.2.1. Основные виды облигаций

**Государственные и корпоративные.** По виду эмитента облигации, как и все ценные бумаги, подразделяются на государственные или корпоративные. Первые выпускаются государством или от его лица, а вторые – коммерческими организациями различных видов. О видах государственных облигаций будет рассказано в следующем разделе.

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

**Обеспеченные облигации** – это облигации, выпускаемые под залог у третьего лица, которым обычно становится назначаемый кредиторами банк, какого-либо конкретного вида имущества их эмитента (например, под залог каких-то ценных бумаг, имеющихся у эмитента, или под залог его ценного оборудования и др., в общем, всего того, что может быть достаточно легко продано на рынке и доход от продажи которого способен покрыть долг эмитента). В случае невыполне-

ния эмитентом своих долговых обязательств залог продается на рынке, а вырученные средства идут на погашение долгов перед кредиторами, т. е. владельцами данного вида облигаций.

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

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

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

**Конвертируемая облигация** – это облигация, владелец которой имеет право на определенных условиях обменять ее на определенное количество других ценных бумаг данной компании. По российскому законодательству облигации могут конвертироваться в другие облигации, привилегированные акции или акции (обратная конвертация не разрешается).

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

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

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

- купонные (процентные) – это облигации, по которым выплачивается доход в виде определенного процента к их номиналу. В случае документарных облигаций процентный доход обычно выплачива-

ется на основе купонов, которые печатаются на самом бланке облигации и затем при предъявлении облигации отрезаются от нее в обмен на выплату денежного дохода в установленные сроки;

- дисконтные – это облигации, доход по которым определяется в виде разницы между номиналом облигации и ценой ее приобретения владельцем, которая всегда меньше номинала.

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

### **3.3. Государственная облигация**

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

- государственная облигация – это ценная бумага, выпускаемая государством и удостоверяющая договор государственного займа;

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

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

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

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

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

**Виды.** Хотя по своей сути все облигации, выпускаемые государством, являются государственными, на практике каждый их самостоятельный вид получает свое собственное юридическое название, позволяющее отличать его от других видов государственных облигаций. В мировой практике часто не существует единого наименования выпускаемых государством ценных бумаг, например, как в России. Каждый их вид имеет свое название, обычно в зависимости от срока, на который государство берет деньги в долг. Например, в США облигации сроком до года называются казначейскими векселями, сроком до 10 лет – ноты, с еще большими сроками – бонды.

Основными современными видами российских государственных облигаций являются:

- облигации российского внутреннего валютного займа 1993 г. (ОРВВЗ);
- облигации федерального займа (ОФЗ);
- государственные сберегательные облигации (ГСО).

Кроме перечисленных, могут выпускаться российские государственные облигации и других видов, разрешенных уже имеющейся правовой базой.

### 3.4. Вексель

**Определение.** В соответствии со ст. 815 ГК РФ вексель – это ценная бумага, удостоверяющая ничем не обусловленное обязательство векселедателя (простой вексель) либо иного указанного в векселе плательщика (переводной вексель) выплатить по наступлении предусмотренного векселем срока полученные займы денежные суммы.

Для учебных целей данное юридическое определение можно несколько упростить: вексель – это письменное обязательство должника без всяких условий уплатить держателю векселя обозначенную в нем денежную сумму и в установленный в нем срок.

**Вексельное право.** Вексель – это особая ценная бумага, поскольку ее выпуск и обращение осуществляются в соответствии со специальным законодательством, называемым вексельным правом. В России отношения сторон по векселю регулируются Федеральным законом от 11 марта 1997 г. № 48-ФЗ «О переводном и простом векселе», который устанавливает (подтверждает), что в Российской Федерации действует положение о переводном и простом векселе, утвержденное еще в 1937 г. Центральным исполнительным комитетом и Советом народных комиссаров СССР. В свою очередь, это положение базируется на единообразном законе о переводном и простом векселе, утвержденном международной Женевской конвенцией в 1930 г.

**Вексель как средство платежа.** Поскольку в основе вексельного отношения всегда лежит сумма денег, которая отдается в долг, постольку и сам вексель (подобно чеку) обращается на рынке в качестве средства платежа для его владельца, т. е. выполняет платежную функцию современных денег.

Главные характеристики векселя, вытекающие из вексельного права, могут быть сгруппированы следующим образом:

- вексель – это документ стандартной формы; отсутствие обязательного реквизита в нем превращает его в простую долговую расписку;
- вексель – это обязательство уплатить без каких-либо предварительных условий. Например, отсутствие денег у должника не является основанием для неуплаты денег по векселю;
- вексель – это обязательство уплатить безотносительно к причине возникновения обязательства или наличия этой причины на момент уплаты денег по векселю («действительности» этого обязательства). Например, товар еще не поставлен, а по векселю, если вдруг он был выдан заранее, платить все равно придется;
- вексель сочетает в себе свойства ценной бумаги и денег, т. е. он может и самостоятельно обращаться, и использоваться в качестве платежно-расчетного средства на рынке вместо денег;

- **вексель**, если он не погашается путем зачета противоположным обязательством, может превратиться только в деньги.

**Виды векселя.** Вексель существует в двух разновидностях – простой и переводной вексель.

**Простой вексель** – это ничем не обусловленное обязательство должника уплатить денежный долг кредитору в размере и на условиях, обозначенных в векселе и только в нем. Иностранное (итальянское) название простого векселя – «соло». Простой вексель выписывает должник своему кредитору.

**Переводной вексель** – это безусловный приказ лица, выдавшего вексель (векселедателя), своему должнику (плательщику) уплатить указанную в векселе денежную сумму в соответствии с условиями данного векселя третьему лицу (векселедержателю). Иностранное (итальянское) наименование переводного векселя – тратта. Векселедатель в тратте называется трассант, плательщик – трассат, а получатель платежа по векселю – ремитент.

Переводной вексель выписывает кредитор на имя своего должника с тем, чтобы последний уплатил долг этого кредитора третьему лицу (векселедержателю, или ремитенту), должником которого является уже сам кредитор.

**Экономические виды векселя.** Сточки зрения экономического содержания сделки, которая лежит в основе векселя, последние подразделяются на товарные и финансовые.

**Товарный** – это вексель, основанием для выдачи которого является долговое отношение, возникающее из товарной сделки, или такой сделки купли-продажи любого рыночного актива, в которой продажа (передача товара покупателю) по времени отделяется от купли (уплаты денег). В качестве ссуды здесь выступает сумма денег, которую должник обязан был своевременно уплатить за переданный ему товар по сделке купли-продажи. При осуществлении данной сделки вексель выступает в качестве особого средства платежа за товар, т. е. является кредитным заместителем современных денег.

**Финансовый** – это вексель, основанием для выдачи которого является долговое отношение, возникающее из денежной ссуды. Участник рынка передает банку определенную денежную сумму в долг (обычно это имеет форму покупки банковского векселя), а взамен по-

лучает («финансовый») вексель банка на большую сумму, чем он передал в банк (увеличенную на сумму накопленного процентного дохода по депозиту). Получатель векселя использует его в расчетах за товары и услуги, а при наступлении срока платежа вексель предъявляется к оплате в банк.

**Обязательные реквизиты векселя.** Вексель, как и любая ценная бумага, имеет обязательные реквизиты.

Обязательные реквизиты простого векселя:

- наименование – простой вексель;
- ничем не обусловленное обязательство оплатить вексельную сумму;
- срок платежа;
- место платежа;
- наименование и адрес получателя платежа, которому или приказу которого он должен быть совершен;
- место и дата составления векселя;
- подпись векселедателя.

Обязательные реквизиты переводного векселя:

- наименование – переводной вексель;
- безусловное требование уплатить по векселю вексельную сумму;
- срок платежа;
- место платежа;
- наименование и адрес получателя платежа;
- место и дата составления;
- подпись векселедателя;
- наименование и местонахождение плательщика.

**Вексельная сумма.** Это сумма денег, которую обязан уплатить плательщик векселя владельцу векселя при наступлении срока платежа по векселю. Обычно указывается и цифрами, и прописью. Не допускается разбивка суммы платежа векселя по срокам и по частям.

Вексель есть всегда долговое отношение, а в условиях капитала стоимость, отданная в ссуду, должна приносить процентный доход. Процент по долгу может либо сразу быть включен в вексельную сумму, либо быть указан отдельно. Процентная ставка по вексельной

сумме может быть указана в векселе, только если срок платежа по векселю заранее не зафиксирован, т. е. если он установлен в виде «по предъявлении» или «во столько времени от предъявления». В остальных случаях процентная ставка, даже если она и имеется в векселе, все равно считается ненаписанной. Это означает, что если она и написана, то плательщик по векселю не обязан платить процент по вексельной сумме.

**Наименование и адрес плательщика.** Когда плательщиком является юридическое лицо, то указываются его юридический адрес и полное наименование. Если плательщик есть физическое лицо, то указываются его обычные данные: фамилия, имя, отчество, место жительства и паспортные данные.

В простом векселе плательщиком является векселедатель. В переводном векселе векселедатель и плательщик – это разные лица. По этой причине в переводном векселе появляется дополнительный по сравнению с простым векселем реквизит – наименование и местонахождение плательщика.

**Срок платежа.** Вексельным законодательством разрешаются следующие сроки платежа по векселю:

- «по предъявлении» – такая запись означает, что платеж производится по предъявлении векселя. Вексель должен быть предъявлен к платежу в течение не более одного года со дня его составления, но векселедатель может оговорить сроки предъявления к оплате, например, ... по предъявлении, но не ранее 1 марта ... года. В случае просрочки вексель теряет свою вексельную силу;

- «во столько-то времени от предъявления» – данная запись означает, что оплата осуществляется через определенный период времени после даты предъявления векселя;

- «во столько-то времени от составления» – такая запись означает, что оплата совершается через определенное число дней от даты составления векселя;

- «на определенный день» – в этом случае оплата происходит в день, установленный в векселе.

Если срок платежа в векселе не указан, то это означает, что он подлежит оплате по предъявлении в течение года с момента выставле-

ния векселя. Вексель, в котором одновременно не указаны дата составления и срок платежа, является недействительным.

**Безусловное обязательство уплатить по векселю и требование уплатить по векселю.** Простой вексель выписывает должник, следовательно, он и обязуется уплатить по нему.

Наоборот, переводной вексель выписывает кредитор на своего должника, но не для того, чтобы последний уплатил ему самому, а чтобы должник уплатил другому лицу – кредитору векселедателя. Поэтому в переводном векселе содержится не обязательство, а лишь требование уплатить по нему. Это оформляется обычно такой записью: «Платите... (наименование ремитента) или его приказу». Переводной вексель может быть составлен в пользу и самого векселедателя. В этом случае в нем пишется: «Уплатить в мою пользу или моему приказу», либо другая равнозначная по смыслу запись.

**Место платежа.** Им обычно является местонахождение плательщика, если иное не оговорено в векселе. Если в векселе место платежа не указано, то им также будет считаться местонахождение плательщика. При одновременном отсутствии в векселе места платежа и местонахождения плательщика вексель считается недействительным. Но также вексель будет считаться недействительным, если в нем одновременно указано сразу несколько мест платежа.

**Указание места и даты составления векселя.** Местонахождение векселедателя и место составления векселя могут не совпадать. Если место его составления не указано, то вексель признается выписанным в месте, обозначенном рядом с наименованием векселедателя.

В случае отсутствия в векселе и места составления, и местонахождения векселедателя вексель считается недействительным.

Место составления векселя указывается всегда предельно конкретно (например, город такой-то). Несуществующее место составления векселя также делает его недействительным.

Дата составления векселя обязательна, поскольку она необходима для исчисления срока платежа по векселю и периода вексельного обязательства. Нереальная дата составления векселя означает его недействительность.

**Подпись векселедателя.** Данная подпись проставляется после полного наименования и местонахождения векселедателя в правом

нижнем углу векселя и только рукописным путем. Без подписи вексель считается недействительным. Если вексель выписывается юридическим лицом, то необходимо наличие печати организации и двух подписей – директора и главного бухгалтера.

**Аваль векселя.** Гарантия платежа по векселю со стороны какого-то участника рынка (обычно банка или другого лица), называемого авалистом, не имеющего прямого отношения к векселю, – есть аваль векселя. По вексельному праву аваль – это вексельное поручительство.

Потребность в авале возникает, если кредитор не доверяет своему должнику, но в тоже время и не отказывает ему, например в поставке товара, поскольку сам заинтересован в этом. Решением этой проблемы и является предоставление дополнительных гарантий исполнения векселя в лице какой-то организации, которой кредитор доверяет гораздо больше.

Аваль проставляется на лицевой стороне векселя, где для этого предусмотрено специальное место. Аваль может потребоваться как на простом, так и на переводном векселе. Он может быть полным или частичным.

**Акцепт переводного векселя.** Акцептом называется согласие плательщика по переводному векселю (важно!) на оплату по нему. Плательщик по переводному векселю является должником по отношению к векселедателю. Но поскольку вексель выписывает не сам должник, а его кредитор, постольку этот должник должен дать согласие на оплату данного векселя, прежде чем векселедатель передаст вексель векселеполучателю, т. е. своему собственному кредитору. В противном случае последний не примет переводной вексель. На практике возможны ситуации, в которых сам векселеполучатель предъявляет переводной вексель для акцепта плательщику в случае, когда вопросы долга оговорены с последним заранее (например, по телефону). Получить акцепт бывает удобнее самому векселеполучателю, например, когда он и плательщик находятся в одном и том же городе или местности, а векселедатель находится в другом, отдаленном от них месте.

Место для акцепта предусмотрено на лицевой стороне переводного векселя слева от аваля. Как и в случае аваля, тоже разрешается частичный акцепт, т. е. когда плательщик в силу каких-то обстоятель-

ств соглашается на уплату лишь части денежной суммы (долга), указанной в векселе.

**Вексельное обращение.** Вексельное обращение – это передача простого или переводного векселя от одного его держателя к другому, или смена собственности на вексель.

Вексель, как классическая ценная бумага, может свободно передаваться рыночным путем от одного лица к другому. Это связано с тем, что вексель есть право на получение определенной суммы денег без каких-либо условий со стороны плательщика по нему. Такого рода право, естественно, может легко передаваться. Данная передача производится чаще всего путем приказа (индоссамент) владельца векселя (векселедержателя) без какого-либо согласия того, кто выписал его, или, точнее, без согласия плательщика по векселю.

Вексельное обращение как смена собственности (собственников, векселедержателей) на вексель может осуществляться двумя способами:

- путем его обращения в качестве средства платежа, или кредитного заместителя денег, или путем индоссамента;
- путем его досрочного обмена на деньги или путем учета векселя.

**Индоссамент.** Индоссамент – это передаточная надпись на векселе, означающая безусловный приказ его прежнего владельца (держателя) о передаче всех прав по нему новому владельцу (держателю). Индоссамент фиксирует переход права требования по векселю от одного лица к другому. Обычно запись по нему имеет форму: «Платите приказу...» или «Уплатите в пользу...».

Лицо, в пользу которого передается вексель, называется индосса- том, а лицо, передающее вексель, индоссантом.

Поскольку долговое обязательство о платеже, имеющееся в векселе, является ничем не обусловленным, то и индоссамент может быть только таким же.

**Учет векселя.** Учет векселя – это покупка векселя до наступле- ния срока платежа по нему. Поскольку денежные средства обычно со- средоточены у банка, постольку покупателем векселей чаще всего вы- ступают банки.

Инвестор может досрочно обменять свой вексель на деньги, как правило, в банке, но на меньшую сумму денег, чем та, которую ему

должен вернуть эмитент (т. е. должник по векселю). Поскольку вексель есть форма денег, постольку его, как и чек, нельзя купить-продать. Досрочный обмен векселя на деньги внешне представляется его куплей-продажей, так как последняя является по форме обменом векселя на деньги. На самом деле этот обмен всегда есть только кредитное отношение, потому что тот, кто «покупает» вексель за деньги, через установленный срок снова получит их при погашении векселя. Покупатель векселя есть всегда кредитор, который дает кредит, а затем получает его обратно с процентами от плательщика по векселю. Продавец векселя, который получает деньги за вексель, например от банка, на самом деле не продает его, а лишь возвращает (частично) ту ссуду, которую он дал эмитенту. Таким образом, и покупатель векселя, и его продавец в сделке купли-продажи векселя являются сторонами кредитного отношения, но только не одного и того же, а двух разных, но замыкающихся на эмитенте векселя.

Учет векселя состоит в том, что векселедержатель, нуждающийся в деньгах, передает (продает) вексель банку по индоссаменту до наступления срока платежа по нему и получает за это вексельную сумму за вычетом, внешне как бы за досрочное получение денег, определенного процента от этой суммы, называемого учетным процентом, или дисконтом банка. Размер учетного процента устанавливается самим банком в зависимости от платежеспособности векселедержателя, представившего вексель к учету, и рассчитывается по формуле

$$Д = \frac{N \cdot t \cdot r}{100T},$$

где  $Д$  – дисконт;

$N$  – номинал векселя;

$t$  – время, оставшееся до погашения векселя, дни;

$r$  – учетная процентная ставка банка;

$T$  – годовой период (360 дней).

Для банка учет векселя есть обычная кредитная сделка. Внешне кажется, что банк дает ссуду векселедержателю под учетный процент с принятием от него в качестве залога предоставляемого им векселя.

**Процедура осуществления платежа по векселю, или погашение векселя.** Последовательность действий осуществления платежа

по векселю строго регламентирована и включает следующие основные моменты:

- установление срока платежа – при определении срока погашения векселя не учитывается день, в который он выписан. В случае, когда день погашения приходится на нерабочий день, вексель должен быть погашен в ближайший рабочий день;
- предъявление векселя к оплате – вексель предъявляется к оплате в месте нахождения плательщика, если в векселе не указано иное место;
- сроки платежа по векселю – плательщик должен осуществить платеж немедленно по предъявлении векселя, если это предъявление произведено в установленный векселем срок. Отсрочка платежа по векселю допускается только в случае возникновения обстоятельств непреодолимой силы. Предъявление векселя к оплате до срока его погашения не обязывает должника платить по нему, равно как и не может быть удовлетворено требование должника к векселедержателю принять платеж до срока погашения векселя;
- возможность частичной оплаты – должник может оплатить в день погашения векселя только часть суммы, а векселедержатель не имеет права не принять платеж. В данном случае на лицевой стороне векселя делается отметка о погашении части вексельной суммы. Векселедержатель имеет право опротестовать непоплаченную сумму и предъявить иск к любому из всех обязанных по векселю лиц в размере непоплаченной суммы.

### 3.5. Закладная

**Определение.** Закладная – это именная ценная бумага, которая удостоверяет права ее владельца в соответствии с договором об ипотеке (залоге недвижимого имущества) на получение денежного обязательства или указанного в нем имущества.

Основанием для выпуска закладной служит обязательное заключение договора об ипотеке (залоге недвижимого имущества).

**Основные характеристики.** Закладная имеет следующие характерные качества:

- долговая;

- документарная;
- срочная; выпускается на срок, на который заключается договор об ипотеке;
- именная;
- неэмиссионная;
- доходная.

**Обязательные реквизиты.** Как всякая ценная бумага, закладная имеет обязательные реквизиты:

- наименование – закладная;
- имя залогодателя и его адрес;
- имя первоначального залогодержателя и его адрес;
- название денежного обязательства, обеспечиваемого ипотекой;
- имя должника (если он не залогодатель) и его адрес;
- размер суммы обязательства (включая проценты) или порядок ее определения;
- сроки уплаты суммы (сумм) обязательства;
- описание имущества, передаваемого в залог, его местонахождение и денежная оценка;
- наименование права, в силу которого имущество, передаваемое в залог, принадлежит залогодателю, и органа регистрации этого права с указанием реквизитов регистрации и сроков его действия;
- наличие прав третьих лиц на закладываемое имущество;
- подписи залогодателя и должника;
- время и место нотариального удостоверения договора об ипотеке и сведения о его государственной регистрации.

**Порядок выпуска.** Выпуск закладной включает ряд действий:

- заключение договора об ипотеке. Выпуск закладной неразрывно связан с наличием договора об ипотеке. Последний вполне может иметь место и без выпуска закладной, но выпуск закладной без такого договора невозможен вообще. Закладная как ценная бумага появляется только тогда, когда в указанном договоре содержится положение о том, что права залогодержателя удостоверяются закладной;
- составление (выписка, оформление) закладной лицом (залогодателем), которое передает свое имущество в залог по обязательству другому лицу (залогодержателю). При этом сам залогодатель не обя-

зательно является должником перед залогодержателем, а может быть гарантом исполнения должником своих обязательств перед залогодержателем и должником;

- передача закладной первоначальному залогодержателю. Выдача закладной осуществляется органом государственной регистрации договора об ипотеке, но только после государственной регистрации самого договора.

**Обращение.** Передача прав по закладной осуществляется в том же порядке, что и по векселю, т. е. путем совершения на ней (или на добавочном листе к ней) передаточной надписи (индоссамента) и передачи ее новому владельцу. Никаких ограничений по обращению закладной нет.

Как и другие ценные бумаги, закладная может передаваться в залог, быть объектом купли-продажи, дарения, переходить по наследству и т. д.

### 3.6. Коносамент

**Определение.** Коносамент – это ценная бумага, удостоверяющая заключение договора перевозки груза (ст. 785 ГК РФ).

Коносамент представляет собой «товарную» разновидность транспортной накладной по аналогии с тем, что складское свидетельство есть складская расписка в форме товара. Коносамент является товарной ценной бумагой.

**Основные характеристики.** При перевозке товара, как и в процессе его хранения, имеет место временное отчуждение товара от его владельца, что означает наличие ссудного отношения, но не в форме отношения кредитования. Поэтому характеристики коносамента аналогичны характеристикам складского свидетельства и соответственно отличны от характеристик доходных долговых ценных бумаг. Коносамент есть ценная бумага:

- долговая;
- неэмиссионная;
- бездоходная;
- документарная;

- срочная – срок существования данной ценной бумаги зависит от времени транспортировки товара;
- предъявительская или именная в зависимости от вида складского свидетельства;
- номинированная – в качестве номинала коносамента, как и складского свидетельства, выступает не денежная сумма, а только натуральное количество перевозимого товара;
- предъявительская, именная или ордерная.

**Порядок выпуска.** Коносамент выдается грузоперевозчиком. Он активно используется при перевозке грузов в международном сообщении и представляет собой ценную бумагу, которая удостоверяет его погрузку, перевозку и право на получение, т. е. в конечном счете право владения перевозимым грузом.

К коносаменту обязательно прилагается страховой полис на перевозимый груз. Кроме того, выдача коносамента может сопровождаться выпиской каких-то дополнительных документов, связанных с перевозкой груза, его хранением и сохранностью, которые в том числе необходимы для прохождения таможенных процедур и т. д.

Коносамент является документом, в котором не возможны никакие изменения.

Обычные реквизиты коносамента:

- наименование судна (самолет, поезд и пр.);
- наименование фирмы-перевозчика;
- место приема груза;
- наименование отправителя груза;
- наименование получателя груза;
- наименование груза и его главные характеристики;
- время и место выдачи коносамента;
- подпись капитана судна.

**Обращение.** Коносамент может свободно передаваться между заинтересованными участниками рынка, поскольку он обслуживает обращение товара во время его перевозки.

### 3.7. Производные финансовые инструменты на ценные бумаги

**Производный финансовый инструмент** – это срочный контракт, отношения между сторонами которого сводятся к выплате одной из сторон контракта другой разницы между ценой актива, зафиксированной в контракте, и рыночной ценой этого же актива на момент расчета по контракту. Как следует из приведенного определения, актив контракта может быть совершенно любым, лишь бы имело место изменение его рыночной цены во времени.

Производный инструмент, называемый **фьючерсный контракт**. Сам по себе фьючерсный контракт (фьючерс) – это стандартный биржевой договор купли-продажи в данном случае фондового актива через определенный срок в будущем по цене, установленной сторонами сделки в момент ее заключения. Фьючерсные контракты заключаются только на биржах и не могут быть заключены вне биржи.

Фьючерсный контракт превращается в производный инструмент в силу того, что любая заключившая его сторона может досрочно ликвидировать свои обязательства по нему путем занятия противоположной позиции по вновь заключенному аналогичному фьючерсу или заключения обратной сделки. Если разница в ценах данных контрактов окажется положительной для этого участника рынка, то он получит прибыль, если отрицательной – уплатит убыток в пользу другого участника рынка.

Производный инструмент, называемый **биржевой опцион**. Опционный контракт – это договор, в соответствии с которым одна из его сторон – держатель (покупатель) – получает право выбора: купить (продать) рыночный актив по заранее установленной цене (цене подписки) или отказаться от этого права в течение установленного срока или на дату его истечения (дату экспирации). За это право она уплачивает другой стороне договора, называемой подписчиком (продавцом), согласованную между ними сумму денег – премию, или цену опциона.

Биржевой опцион – это стандартный биржевой опционный контракт фьючерсного рынка. Купля-продажа биржевого опциона осуществляется в том же порядке, что и описанная выше купля-продажа фьючерсного контракта. Разницей в ценах в данном случае является разница в премиях опциона. В свою очередь, цена опциона находится

в непосредственной зависимости от динамики цены фондового актива опционного контракта.

**Применение производных финансовых инструментов.** Производные инструменты применяются в основном для целей получения спекулятивного дохода, т. е. разницы в ценах как обычного дохода, и для защиты от различных рисков, имеющих на рынке, когда разница в ценах направляется на компенсацию убытка по рыночному активу, которым владеет участник рынка. Последнее принято называть термином хеджирование.

### **Темы для рефератов**

1. Сущность акции и ее отличия от облигации.
2. Способы выхода российских акций на мировой фондовый рынок.
3. Инвестиционный пай и его роль в привлечении частных инвестиций (сбережений).
4. Классификация облигаций на мировом рынке.
5. Роль государственных облигаций в современной экономике.
6. Вексельный рынок и его особенности.
7. Перспективы развития рынка ипотечных ценных бумаг в России.
8. Необходимость складских свидетельств и коносаментов в условиях современного рынка.
9. Основные функции рынка производных финансовых инструментов, основанных на ценных бумагах.
10. Отличие биржевых производственных инструментов от внебиржевых.

## ГЛАВА 4. ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

### 4.1. Понятие первичного рынка

**Понятие первичного рынка.** Первичный рынок ценных бумаг – это отношения между его участниками, в результате которых ценные бумаги выпускаются в обращение или появляются на рынке. Основой первичного рынка являются отношения между лицом (эмитентом), выдающим ценную бумагу и обязанным по ней, и лицом, получающим ценную бумагу (владельцем ценной бумаги – инвестором).

**Понятия выпуска, размещения и эмиссии ценных бумаг** по Федеральному закону «О рынке ценных бумаг». Понятие «выпуск» имеет два значения: 1) как объект, т. е. как определенное количество ценных бумаг; 2) как процесс или действие. В ФЗ «О рынке ценных бумаг» выпуск эмиссионных ценных бумаг – это совокупность ценных бумаг одного эмитента, предоставляющих их владельцам одинаковый объем прав и имеющих одинаковую номинальную стоимость. Здесь понятие «выпуск» имеет значение только объекта. Когда же говорят, например, о выпуске ценной бумаги в обращение, имеют в виду процесс ее появления на рынке. В этом состоит неудобство обычного использования данного понятия. Лишь из контекста фразы, в которой упоминается этот термин, становится понятным его семантическое значение, хотя в ряде случаев двойственность его трактовки сохраняется. Поэтому, если речь идет о процессе появления ценной бумаги на рынке, точнее говорить, что «ценная бумага выпускается», а не, например, «имеет место выпуск ценной бумаги ее эмитентом».

Понятие «выпуск ценных бумаг», приводимое в указанном законе, полностью увязано с другим важным понятием – «размещение». Размещение эмиссионных ценных бумаг – это отчуждение эмиссионных ценных бумаг эмитентом первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок. В результате в законе термин «выпуск» имеет значение только объекта, а термин «размещение» – только процесса, совершаемого с ценной бумагой.

В законе устанавливается и третье ключевое понятие – «эмиссия». Эмиссия – это последовательность действий эмитента по размещению эмиссионных ценных бумаг. Размещение представляет один из этапов процедуры эмиссии. Поскольку размещение эмиссионных цен-

ных бумаг в данном контексте является лишь одним из этапов процедуры эмиссии, то само размещение трактуется только как часть более общего понятия – «эмиссия».

В дальнейшем, когда речь будет идти об эмиссионных ценных бумагах, указанные значения их выпуска и размещения следует по возможности четко выдерживать.

**Первичный рынок и эмиссия ценных бумаг.** Первичный рынок есть более общее, более широкое понятие, чем эмиссия. Основные различия между ними состоят в следующем:

- сущностью отношений первичного рынка является сам процесс выведения ценной бумаги на рынок; сущностью эмиссии, наряду с таким же процессом, является и процедура государственной регистрации выпуска эмиссионной ценной бумаги;

- эмиссия – это порядок выхода на рынок только эмиссионных ценных бумаг; первичный рынок охватывает любые ценные бумаги, включая и те, у которых процедура эмиссии отсутствует;

- эмиссия есть предписываемая государством последовательность этапов выведения эмиссионной ценной бумаги на рынок; на первичном рынке эмитент может использовать (в рамках законов) самые разнообразные пути и способы выведения ценной бумаги на рынок, или, выражаясь иначе, его «собственный» первичный рынок может включать разные процедуры, разные «эмиссии»;

- первичный рынок представляет собой совокупность всех отношений всех участников рынка по поводу отчуждения ценной бумаги, прежде всего отношений между эмитентом и инвестором; эмиссия – это процедура, предписываемая только эмитенту, действия инвестора в ней непосредственно не регламентируются.

**Двойственный характер размещения эмиссионных ценных бумаг.** Сущность процесса размещения акций или облигаций вытекает из двойственного характера отношений, имеющих место на первичном рынке.

С одной стороны, любая ценная бумага удостоверяет заключение какого-то рыночного договора. Например, акция удостоверяет заключение договора учреждения акционерного общества и формирования его уставного капитала. Облигация удостоверяет заключение договора займа. Поэтому акция и облигация не являются предметом какого-то

договора, а только удостоверяют его, т. е. они представляют собой особую юридическую форму существования такого договора, или форму существования эмиссионного договора.

С другой стороны, выпуск в обращение акции и облигации всегда сопровождается обратным движением, как правило, денег в сторону к эмитенту, а потому для инвестора и эмитента этот обмен имеет полную аналогию с процессом купли-продажи этих ценных бумаг. Происходит «перевертывание» всего отношения. Основой для заключения договора займа (или договора учреждения) становится договор купли-продажи ценной бумаги как обычного товара, или инвестиционный договор.

В результате размещение эмиссионной ценной бумаги представляет собой такие отношения между ее эмитентом и инвестором, в которых ценная бумага является одновременно и документом, удостоверяющим договор займа или иной юридический договор, и предметом обмена (предметом договора купли-продажи или аналогичного ему договора товарного обмена). Иначе, размещение эмиссионной ценной бумаги есть одновременно и договор учреждения или займа, и договор обмена (обычно купли-продажи), но при этом именно договор обмена, или инвестиционный договор, является той юридической формой, в которой только и проявляется эмиссионный договор.

Таким образом, юридическая процедура размещения эмиссионной ценной бумаги есть – в силу двойственной сущности ценной бумаги как эмиссионного и инвестиционного отношений – заключение одного договора, например инвестиционного (эмиссионного), и одновременное удостоверение наличия другого договора – эмиссионного (инвестиционного).

**Отношения со вторичным рынком.** Сама юридическая форма ценной бумаги означает, что она может обращаться на рынке как обычный товар. Ценная бумага представляет собой инструмент обращения товаров, денег и капитала, и в этом смысле она немыслима без ее последующего оборота, т. е. без ее вторичного рынка.

Различие между первичным и вторичным рынками особенно наглядно проявляется, когда ценная бумага выпускается в качестве заместителя товара или денег. В этом случае вторичный рынок представляет собой рынок ее купли-продажи, т. е. обмена ее на деньги или

на товар. Если же ценная бумага размещается сразу в качестве капитала, т. е. товара или денег, потребительная стоимость которых состоит в возможности получения чистого дохода, то различие между первичным и вторичным рынком становится условным и сводится к процедурным (юридическим) моментам.

На практике разделение рынка ценной бумаги, выпускаемой в обращение в качестве капитала на первичный и вторичный рынки, проявляется только в регламентации порядка ее выпуска со стороны государства. Указанный порядок носит название эмиссии и устанавливается законом.

Деление ценных бумаг на эмиссионные и неэмиссионные. Размещение наиболее важных видов ценных бумаг осуществляется путем процедуры их эмиссии, а потому такого рода ценные бумаги получают правовой статус «эмиссионных» ценных бумаг.

## **4.2. Эмиссия ценных бумаг**

**Понятие эмиссии.** Эмиссия ценных бумаг – это установленная Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» последовательность действий эмитента по размещению эмиссионных ценных бумаг. Кратко выражаясь, эмиссия – это правовой порядок размещения ценных бумаг.

Понятие эмиссии охватывает два момента:

- 1) установленную законом последовательность действий при размещении ценной бумаги, или сам порядок эмиссии;
- 2) отнесение вида ценной бумаги к группе эмиссионных ценных бумаг.

Законом устанавливаются как процедура эмиссии, так и ценные бумаги, относимые к эмиссионным, т. е. размещаемые в соответствии с этой процедурой. Но закон может предписывать процедуру, близкую по своему содержанию, и для неэмиссионных ценных бумаг. Например, выдача инвестиционных паев или ипотечных сертификатов участия осуществляется на условиях регулирования со стороны государства очень близких к размещению эмиссионных ценных бумаг. Различие состоит в том, что в основе эмиссии ценных бумаг лежит государственная регистрация выпуска самих ценных бумаг, а в основе выдачи указанных паевых ценных бумаг – государственная регистрация правил управления ими соответствующими управляющими компаниями.

**Процедура эмиссии.** Процедура эмиссии включает следующие обязательные этапы:

- принятие решения о размещении;
- утверждение решения о выпуске;
- государственную регистрацию выпуска;
- размещение;
- государственную регистрацию отчета об итогах выпуска.

Если размещение эмиссионной ценной бумаги производится путем открытой подписки или закрытой подписки среди более чем 500 лиц (инвесторов), то процедура эмиссии дополнительно включает:

- регистрацию проспекта ценной бумаги;
- раскрытие информации о каждом этапе процедуры эмиссии.

Процедура эмиссии облигаций Банка России и государственных и муниципальных ценных бумаг регулируется иными законодательными (нормативными) актами.

**Государственная регистрация выпуска ценной бумаги.** Процедура государственной регистрации включает рассмотрение установленного законом пакета документов эмитента и в случае положительного решения присвоение выпуску эмиссионных ценных бумаг этого эмитента индивидуального государственного регистрационного номера.

Государственную регистрацию осуществляет федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

К наиболее значимым документам относятся: решение о выпуске ценной бумаги; проспект ценной бумаги в том случае, если ее выпуск требует регистрации; документарный бланк ценной бумаги, если выпуск осуществляется в документарной форме.

Законом установлен срок, в течение которого должно быть принято решение о регистрации выпуска или мотивированное решение об отказе в ней. Этот срок составляет 30 дней. Он может быть увеличен еще на 30 дней, если регистрирующий орган будет проводить проверку достоверности сведений, представленных в документах эмитента.

Основаниями для отказа в государственной регистрации выпуска могут быть:

- несоответствие представленных для государственной регистрации документов существующим нормативным требованиям;

- нарушение самим эмитентом или условиями выпуска его эмиссионных ценных бумаг требований законодательства о выпуске и обращении ценных бумаг;

- непредставление в течение 30 дней запрашиваемых регистрирующим органом документов, необходимых для регистрации;

- наличие ложных или недостоверных сведений в документах, представленных к регистрации;

- несоответствие финансового консультанта, подписавшего проспект ценной бумаги, установленным требованиям.

Упоминание государственного регистрационного номера ценной бумаги является обязательным при всех рыночных операциях с ней.

Регистрирующий орган отвечает только за полноту сведений, имеющих в документах эмитента, представленных на государственную регистрацию.

До государственной регистрации не разрешается совершение каких-либо действий по размещению выпускаемых ценных бумаг, включая их рекламу или любые сделки.

### **4.3. Размещение ценных бумаг и его классификации**

**Виды размещения.** Процесс размещения эмиссионных ценных бумаг может быть охарактеризован с разных сторон.

С точки зрения очередности размещение принято делить на:

- первичное;
- вторичное.

Первичное размещение – это первое размещение ценной бумаги данного эмитента на рынке. Оно имеет место, когда:

- акционерное общество только учреждается;
- коммерческая организация впервые выпускает свои ценные бумаги на рынок. Например, компания, не являющаяся акционерным обществом, решила впервые выпустить свои долговые обязательства, скажем, облигации;

- компания размещает какой-то новый вид ценной бумаги, который ранее она не выпускала. Например, когда компания, ранее выпускавшая только обыкновенные акции или облигации, приняла ре-

шение впервые выпустить в обращение свои конвертируемые облигации или привилегированные акции.

Вторичное размещение (вторичная эмиссия) – это повторный и все последующие выпуски тех или иных ценных бумаг данной коммерческой организации.

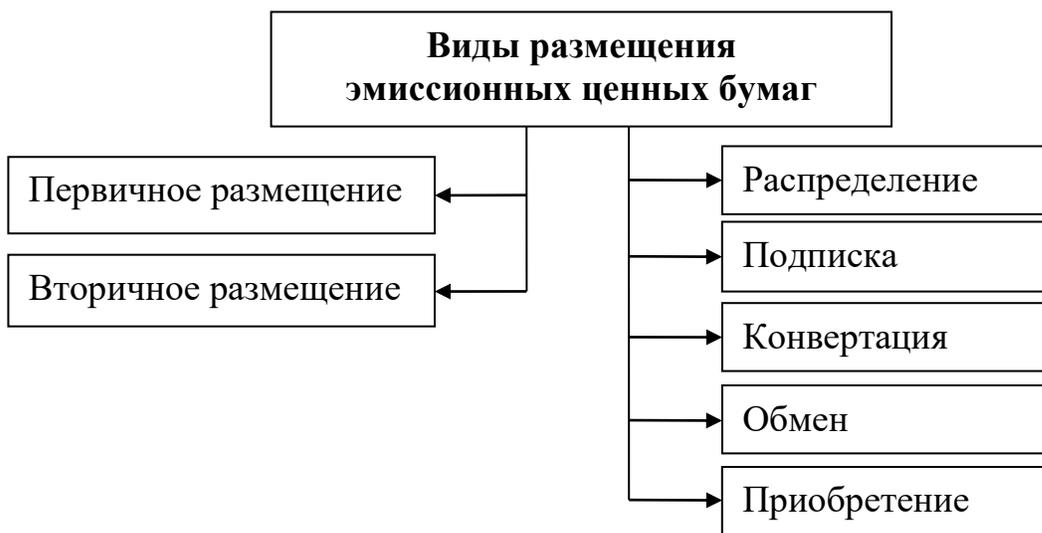


Рис. 4.3.1. Виды размещения эмиссионных ценных бумаг

По способу размещения эмиссия может осуществляться путем (рис. 4.3.1):

- распределения;
- подписки;
- конвертации;
- обмена;
- приобретения.

Размещение акций может производиться всеми перечисленными способами. Размещение облигаций производится только путем подписки на них или конвертации в них других ценных бумаг.

Распределение ценных бумаг – это их размещение среди заранее известного круга лиц без заключения договора купли-продажи. Эмиссия путем распределения возможна только для акций, но не для облигаций.

Распределение акций имеет место в двух случаях:

1) при учреждении акционерного общества; в этом случае учредители делают взносы в уставный капитал в форме денег или имущества, но нет юридической покупки акций;

2) когда источником увеличения уставного капитала акционерного общества является его собственный капитал (добавочный, нераспределенная прибыль и др.). В этом случае акционеры получают акции без какой-либо оплаты, безвозмездно.

Подписка – это размещение ценных бумаг путем заключения договора купли-продажи (т. е. на возмездной основе). В случае акций подписка представляет собой их размещение при увеличении уставного капитала путем размещения дополнительных акций.

Подписка может осуществляться в двух формах:

- закрытая – это размещение ценной бумаги среди заранее известного, ограниченного круга инвесторов, определяемого условиями размещения;

- открытая – это размещение ценной бумаги среди потенциально неограниченного круга инвесторов на основе широкой публичной огласки без какого-либо преимущества одних приобретателей перед другими. Ограничения могут иметь место лишь в случае реализации преимущественного права на приобретение новых выпусков акций акционерами, наличия ограничений на владение максимальным количеством акций одним акционером и в случае приобретения ценной бумаги нерезидентами.

**Организация процесса размещения.** Размещение эмиссионных ценных бумаг в условиях развитого рынка осуществляется путем привлечения профессиональных участников фондового рынка, которые оказывают подобные услуги эмитентам. Такие участники рынка в других странах называются андеррайтерами.

Андеррайтер – это профессиональный участник на фондовом рынке, который по договору с эмитентом оказывает услуги, связанные с размещением его ценных бумаг на рынке, за соответствующее вознаграждение.

Андеррайтер обычно обслуживает все этапы размещения ценной бумаги, в частности: обоснование выпуска, выбор его параметров, подготовка необходимой документации, регистрация в государственных органах, размещение среди инвесторов (в том числе путем привлечения в помощь себе субандеррайтеров) и т. д.

Обязательства андеррайтера могут включать:

- выкуп у эмитента всего выпуска по фиксированной цене и его размещение по рыночной цене. В данном случае риск возможного недоразмещения выпуска ложится целиком на самого андеррайтера;
- выкуп у эмитента только недоразмещенной части выпуска, т. е. риск андеррайтера ограничен в этом случае лишь стоимостью этой части. У эмитента по-прежнему отсутствует риск, связанный с размещением ценной бумаги;
- помощь в размещении выпуска. Андеррайтер оказывает разнообразные услуги эмитенту, обязуется помогать ему в размещении выпуска, но не несет ответственности за его недоразмещение. В результате весь риск недоразмещения ложится непосредственно на самого эмитента.

На российском первичном рынке эмиссионных ценных бумаг услуги эмитенту подразделяются на две группы:

- 1) по подготовке проспекта ценных бумаг;
- 2) по размещению ценных бумаг.

Эти виды услуг могут оказываться эмитенту либо порознь, т. е. разными профессиональными участниками рынка, либо одновременно, т. е. одним и тем же участником рынка.

Размещение эмиссионных ценных бумаг путем открытой подписки может осуществляться:

- 1) путем подписки, организуемой финансовым консультантом на рынке ценных бумаг;
- 2) на торгах, проводимых организатором торговли на рынке ценных бумаг. При этом каждодневные результаты этих торгов все равно оформляются финансовым консультантом.

Российским аналогом андеррайтера является финансовый консультант, услуги которого, правда, не обособляются от услуг других профессиональных торговцев на рынке ценных бумаг.

### **Контрольные вопросы**

1. В каких законах, регулирующих рынок ценных бумаг, содержатся основы первичного рынка?
2. Чем отличается эмиссия ценных бумаг от размещения ценных бумаг?

3. Какие российские ценные бумаги относятся к эмиссионным?
4. Каковы этапы эмиссии?
5. В каких случаях эмитент обязан зарегистрировать проспект ценной бумаги?
6. Кто принимает решение о способе размещения ценных бумаг?
7. В чем состоят отличия размещения акций от размещения облигаций?
8. Каковы функции андеррайтера?
9. Какие сведения включаются в проспект ценной бумаги?
10. Какие участники рынка несут ответственность за достоверность информации, включенной в проспект ценной бумаги?

## ГЛАВА 5. ПРОФЕССИОНАЛЬНАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

### 5.1. Понятие и виды профессиональной деятельности

Работу первичного и особенно вторичного рынков ценных бумаг обеспечивают его профессиональные участники, поэтому, прежде чем перейти к рассмотрению обращения ценных бумаг, необходимо ознакомиться с содержанием деятельности этих участников.

**Понятие профессиональной деятельности.** Как и в любом вопросе, следует различать экономическую и юридическую стороны данного понятия. Профессиональные участники рынка – это юридические лица, которые осуществляют виды деятельности в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг».

Понятие профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг в законе дается только в форме простого перечисления видов деятельности, относимых к профессиональным видам на данном рынке. Экономическая сторона вопроса основывается на процессе разделения труда, в результате чего те или иные части совокупного процесса труда обособляются в самостоятельные виды деятельности. На рынке ценных бумаг это проявляется в том, что возникают виды специфической деятельности с ценными бумагами.

Таким образом, профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг – это оказание услуг участникам данного рынка на компетентной и на коммерческой основе; в юридическом аспекте – только при наличии разрешения (лицензии) на это со стороны государства.

В сравнении с деятельностью эмитента или инвестора на рынке ценных бумаг, которая выражается в привлечении или вложении капитала посредством ценных бумаг, деятельность профессионального участника – это его работа, которая выступает основным источником его совокупного дохода. Источником же чистого дохода эмитента или инвестора является привлеченный капитал или капитал в форме ценной бумаги.

**Виды профессиональной деятельности и виды профессиональных участников на рынке ценных бумаг.** Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» к профессиональным видам деятельности на российском рынке ценных бумаг относятся следующие семь видов:

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

Профессиональный участник рынка, осуществляющий брокерскую деятельность, называется брокером.

Профессиональный участник рынка, осуществляющий дилерскую деятельность, называется дилером.

Профессиональный участник рынка, осуществляющий деятельность по управлению ценными бумагами, называется управляющим.

Профессиональный участник рынка, осуществляющий деятельность по определению взаимных обязательств, называется клиринговой организацией.

Профессиональный участник рынка, осуществляющий депозитарную деятельность, называется депозитарием.

Профессиональный участник рынка, осуществляющий деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг, называется держателем реестра, или регистратором.

Профессиональный участник рынка, осуществляющий деятельность по организации торговли, называется организатором торговли на рынке ценных бумаг.

## **5.2. Лицензирование профессиональной деятельности**

**Понятие.** Участник рынка ценных бумаг приобретает права (статус) его профессионального участника, если он получает лицензию (лицензии) на осуществление того или иного вида (видов) профессиональной деятельности.

Лицензия – это официальный документ, дающий разрешение на право заниматься соответствующим видом профессиональной деятельности.

Для работы на рынке ценных бумаг лицензии выдаются федеральным органом исполнительной власти на рынке ценных бумаг или уполномоченными им органами на основании генеральной лицензии.

Порядок лицензирования регламентируется Положением о лицензировании видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

Необходимость лицензирования профессиональной деятельности вытекает из потребности:

- защиты интересов широких слоев участников рынка от недобросовестных посредников, махинаторов и других лиц, которые могли бы воспользоваться непрофессионализмом участников рынка в противоправных интересах собственного обогащения;
- наличия у государства действенных и оперативных рычагов регулирования отношений на рынке, воздействия на рынок в интересах самого рынка.

**Виды лицензий на российском рынке ценных бумаг.** Всего имеется три вида лицензий:

- 1) лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг;
- 2) лицензия на осуществление деятельности по ведению реестра владельцев ценных бумаг;
- 3) лицензия фондовой биржи.

**Порядок выдачи и отзыва лицензии.** Для получения лицензии участник рынка должен представить в лицензионный орган необходимые документы (заявление, характеристику его коммерческой деятельности, копии учредительных документов и др.), на основании которых может быть принято решение о возможности выдачи ему соответствующей лицензии, и внести плату за лицензирование в установленном размере.

Решение о предоставлении лицензии должно быть принято в течение 30 дней. Основаниями для отказа в выдаче лицензии могут быть:

- предоставление недостоверной информации;
- несоответствие соискателя лицензионным требованиям.

**Лицензионные требования.** Лицензионные требования, или условия, выполнение которых необходимо для получения лицензии, состоят из нескольких групп:

- требования к организационно-правовой форме профессионального участника;
- требования к размеру собственного капитала;
- квалификационные требования к (наемному) персоналу профессионального участника;
- прочие требования, среди которых самыми главными являются наличие уже разработанной документации на выполнение профессиональных видов услуг на рынке, например, правила торговли на рынке, правила ведения реестра, правила депозитарной деятельности, правила осуществления клиринговой деятельности и т. п.

**Организационно-правовая форма.** В соответствии с определением профессионального участника рынка ценных бумаг последним может быть исключительно юридическое лицо. Физическое лицо ни в каком своем статусе не может быть профессиональным участником данного рынка.

Организационно-правовая форма профессионального участника обычно жестко не регламентируется. Упор в основном делается на возможность его существования в форме коммерческой и/или некоммерческой организации. Общий подход состоит в следующем. Если речь идет о торговых посредниках, например о дилерах, то им предписывается быть только коммерческими организациями. Если речь идет о неторговых посредниках, то им разрешается выбирать между коммерческой или некоммерческой формой организации.

**Размер собственного капитала.** Величина собственного капитала профессионального участника рассчитывается по данным его бухгалтерского баланса в установленном порядке. Суть этого расчета сводится к тому, что из общей величины активов по балансу (раздел IV бухгалтерского баланса) вычитаются заемные средства, нематериальные и труднореализуемые активы, убытки и потери и т. п.

**Квалификационные требования.** Федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг устанавливает минимальную численность специалистов, имеющих квалификационный аттестат соответствующего уровня, для разного уровня управления по всем видам профессиональной деятельности.

Для получения данного аттестата необходимо:

- наличие у работника высшего образования;
- сдача базового квалификационного экзамена;
- сдача специализированного квалификационного экзамена, т. е. экзамена по группам видов профессиональной деятельности.

### **5.3. Брокерская деятельность**

**Понятие.** Брокерская деятельность – это деятельность по совершению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами от имени и за счет клиента (в том числе эмитента эмиссионных ценных бумаг при их размещении) или от своего имени и за счет клиента на основании возмездных договоров с клиентом.

Из определения брокерской деятельности следует, что она представляет собой:

- вид коммерческой деятельности на рынке;
- вид посреднической деятельности;
- вид деятельности в сфере обращения, но не в сфере производства.

Содержательное требование, предъявляемое при получении лицензии на брокерскую деятельность, состоит в необходимости наличия у юридического лица правил по ведению системы учета и отчетности по операциям с ценными бумагами.

Брокерская деятельность на рынке ценных бумаг может совмещаться с другими видами профессиональной деятельности (дилерской, управлением ценными бумагами, депозитарной), но не может совмещаться с деятельностью на иных рынках, кроме рынка ценных бумаг. Исключение составляют коммерческие банки, которые могут совмещать банковскую деятельность с многими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, включая и брокерскую.

**Виды брокерских договоров.** Брокерская деятельность может осуществляться на основе следующих договоров:

- договор поручения;
- договор комиссии;
- договор агентирования.

**Договор поручения.** Его характеристиками являются:

- юридические наименования сторон договора: по данному договору брокер называется поверенным, клиент – доверителем. Клиент выдает брокеру доверенность на совершение действий, предусмотренным договором;

- содержание договора: брокер обязуется совершить от имени клиента и за его счет определенные юридические действия, прежде всего, куплю-продажу ценных бумаг;

- права и обязанности клиента: права и обязанности по сделке, совершенной брокером, возникают непосредственно у самого клиента;

- обязанности брокера:

- 1) исполнить поручение (приказ) клиента;

- 2) информировать клиента о ходе исполнения его поручения;

- 3) передавать без задержек ценные бумаги или деньги по совершенным сделкам;

- 4) после выполнения поручения или при прекращении действия договора брокер должен вернуть доверенность клиенту;

- оплата услуг брокера: клиент уплачивает брокеру вознаграждение и понесенные издержки.

**Основные функции брокера.** Брокер – это самый главный посредник на рынке ценных бумаг. Он осуществляет связь или обеспечивает большую часть всех отношений многочисленных частных клиентов (инвесторов) с рынком и другими его профессиональными участниками. Именно брокер оказывает всевозможные услуги клиентам рынка, полный перечень которых вряд ли можно привести, так как он часто определяется индивидуальными потребностями каждого конкретного клиента (инвестора).

Характер и виды услуг, которые брокер может предоставить своим клиентам, зависят от трех моментов:

- ограничений, которые накладывают на него имеющаяся у него лицензия или лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг;

- содержания договора на брокерское обслуживание с конкретным клиентом, в котором может оговариваться перечень предоставляемых брокером услуг;

- размера самой компании-брокера и ее места на рынке. Чем крупнее брокерская компания, тем больший перечень потенциальных услуг она может предложить своим клиентам.

Наиболее важными функциями, или предоставляемыми услугами, брокера являются:

- совершение сделок с ценными бумагами (следует отметить, что брокер может совершать эти сделки как в интересах своих клиентов, так и в собственных интересах);

- инфраструктурное сопровождение операций с ценными бумагами (методическое, правовое, бухгалтерское, расчетное и т. п.);

- информационное и консультационное обслуживание клиентов, в том числе особенно относительно возможных рисков клиента на рынке ценных бумаг;

- оказание услуг по размещению эмиссионных ценных бумаг; сюда относится и деятельность брокера в качестве финансового консультанта путем оказания эмитенту услуг по подготовке проспекта ценных бумаг;

- страхование операций клиентов и др.

Классификации клиентских приказов брокеру. По уровню цены приказы принято разделять на:

- рыночный;
- лимитный;
- стоп-приказ;
- стоп-лимитный приказ.

По сроку действия приказы подразделяются на:

- срочные;
- открытые.

#### **5.4. Деятельность по управлению ценными бумагами**

**Понятие.** Деятельность по управлению ценными бумагами – это осуществление юридическим лицом от своего имени за вознаграждение в течение определенного срока доверительного управления переданными ему во владение и принадлежащими другому лицу в интересах этого лица или указанных этим лицом третьих лиц:

- ценными бумагами;

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

Юридическое лицо, осуществляющее доверительное управление, называется управляющим. В качестве управляющего на рынке ценных бумаг обычно выступают коммерческие банки, инвестиционные компании и специально создаваемые для этих целей управляющие компании.

**Договор доверительного управления.** В основе деятельности по управлению ценными бумагами лежит договор доверительного управления. Его основными характеристиками являются:

- юридические наименования сторон договора: по данному договору клиент называется учредителем управления, а профессиональный участник рынка – доверительным управляющим;
- содержание договора: клиент передает управляющему на определенный срок денежные средства, предназначенные для инвестирования в ценные бумаги, а управляющий обязуется управлять совокупным имуществом (денежными средствами и ценными бумагами) в интересах клиента или указанного им лица;
- права доверительного управляющего: доверительный управляющий в пределах, установленных договором доверительного управления, осуществляет правомочия собственника в отношении денег и ценных бумаг, переданных ему в доверительное управление;
- обязанности управляющего:
  - управлять доверенным ему имуществом в интересах своих доверителей;
  - при заключении сделок с ценными бумагами, переданными ему в управление, обязательно указывать, что он действует в качестве доверительного управляющего (делается пометка «Д. У.»);
  - вести обособленный учет имущества, переданного ему в доверительное управление, от своего собственного имущества;
- оплата услуг управляющего: доверительный управляющий получает вознаграждение в соответствии с заключенным договором, а возмещение расходов, связанных с осуществлением процесса довери-

тельного управления, производится за счет доходов, возникающих в ходе этого управления.

**Особенности доверительного управления ценными бумагами.** Доверительное управление ценными бумагами включает следующие аспекты:

- в случае, если объектом доверительного управления являются акции, управление ими неизбежно включает не только доверительное управление ими на рынке ценных бумаг, т. е. управление ими как рыночным имуществом, но и доверительное управление, связанное с участием на их основе в управлении соответствующими акционерными обществами;

- управление ценными бумагами на рынке означает более-менее постоянное превращение их в денежную форму и обратно, а потому возникает потребность в доверительном управлении и денежными средствами (тем же самым инвестируемым капиталом, но в денежной форме), высвобождающимися на время с рынка ценных бумаг. Указанные денежные средства временно могут оставаться на банковских счетах и приносить процентный доход, уплачиваемый банком;

- доверительное управление обычно связано с доверительным управлением ценными бумагами по отношению сразу ко многим участникам рынка, а не только по отношению к индивидуальному клиенту;

- поскольку доверительных управляющих на рынке может быть достаточно много, постольку частный инвестор должен выбрать подходящего ему доверительного управляющего;

- доверительное управление всегда связано установлением объема полномочий доверительного управляющего, т. е. выражается в обязательном наличии у последнего инвестиционной декларации, в которой устанавливаются направления и способы инвестирования доверяемых ему денежных средств (частных капиталов или инвестиций).

## **5.5. Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг**

**Понятие.** Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг – это сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг.

Система ведения реестра владельцев ценных бумаг – это совокупность данных, зафиксированных на бумажном носителе и/или с использованием электронной базы данных, обеспечивающая идентификацию зарегистрированных в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг номинальных держателей и владельцев ценных бумаг и учет их прав в отношении ценных бумаг, зарегистрированных на их имя, позволяющая получать и направлять информацию указанным лицам и составлять реестр владельцев ценных бумаг.

Реестр владельцев ценных бумаг – это часть системы ведения реестра, представляющая собой список зарегистрированных владельцев с указанием количества, номинальной стоимости и категории принадлежащих им именных ценных бумаг, составленный по состоянию на любую установленную дату и позволяющий идентифицировать этих владельцев, количество и категорию принадлежащих им ценных бумаг.

**Держатель реестра и регистратор.** Держатель реестра – это юридическое лицо, которое оказывает услуги по ведению реестра владельцев ценных бумаг.

Держателем реестра может быть:

- эмитент ценной бумаги в случае, если число владельцев эмитированных им именных ценных бумаг (кроме акций) не превышает 500 лиц, а в случае акций – не превышает 50 лиц;
- регистратор – это профессиональный участник рынка ценных бумаг, т. е. независимая от эмитента специализированная организация, которая осуществляет деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг;
- депозитарий (в случае, если число владельцев ценных бумаг превышает 500 (а в случае акций – 50 и более), их реестр в обязательном порядке ведет профессиональный участник).

Регистратор может вести реестры владельцев ценных бумаг неограниченного числа эмитентов. В свою очередь, эмитент может заключить договор на ведение реестра всех своих эмиссионных ценных бумаг только с одним регистратором.

Деятельность по ведению системы реестра владельцев ценных бумаг является исключительным видом деятельности регистратора на рынке, которая не может совмещаться ни с какими другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

**Номинальный держатель.** В системе ведения реестра владельцев ценных бумаг могут быть зарегистрированы два вида владельцев:

- 1) владелец ценной бумаги;
- 2) номинальный держатель ценной бумаги.

Номинальный держатель – это лицо, зарегистрированное в системе ведения реестра, в том числе являющееся депонентом депозитария и не являющееся владельцем в отношении этих ценных бумаг.

Номинальным держателем ценных бумаг могут быть любые юридические и физические лица, в том числе профессиональные участники рынка ценных бумаг.

Номинальный держатель необходим в двух случаях:

1) в целях обеспечения секретности, т. е. для сокрытия действительного собственника ценной бумаги в тех случаях, когда это ему необходимо;

2) в целях обеспечения возможности централизованного клиринга и расчетов на рынке ценных бумаг. В результате создается уникальная возможность бесконечного процесса совершения сделок между участниками рынка без перерегистрации прав собственности на ценную бумагу в системе ведения реестра ее владельцев.

В качестве номинального держателя соответствующих ценных бумаг регистрируются как централизованный (расчетный) депозитарий, так и брокеры и дилеры.

Номинальный держатель может осуществлять права, закрепленные ценной бумагой, например, право участия в собрании акционеров, только при наличии полномочий на это от непосредственного владельца ценной бумаги.

Ценные бумаги клиентов номинального держателя не подлежат взысканию в пользу его собственных кредиторов.

К основным функциям номинального держателя в отношении владельцев ценных бумаг относятся:

- обеспечение получения владельцем всех выплат, которые ему причитаются по ценной бумаге за время нахождения ее в собственности владельца;
- осуществление сделок с ценными бумагами по поручению их владельца;

- осуществление учета ценных бумаг на отдельных забалансовых счетах и обеспечение их наличия в количестве, достаточном для удовлетворения требований владельцев;
- внесение в систему ведения реестра записи о передаче ценной бумаги на имя ее владельца по его требованию.

Одновременно по требованию держателя реестра номинальный держатель обязан предоставить списки владельцев, номинальным держателем ценных бумаг которых он является на соответствующую дату.

**Функции регистратора.** Основные функции регистратора вытекают из содержания его деятельности и могут быть сведены в следующие группы:

- открытие лицевых счетов владельцам ценных бумаг и номинальным держателям ценных бумаг;
- осуществление всех необходимых операций по лицевым счетам, связанным с изменением количества и видов ценных бумаг у владельцев ценных бумаг, выплатой им доходов по ценным бумагам эмитента;
- постоянное совершенствование всей системы ведения реестра владельцев ценных бумаг;
- своевременное и полное доведение информации, предоставляемой эмитентами регистратору, до владельцев лицевых счетов;
- предоставление владельцам лицевых счетов выписок о состоянии лицевого счета и выписок из состава реестра акционеров;
- предоставление реестра акционеров руководству акционерного общества и тем акционерам, которые по закону имеют право на получение данного реестра;
- при окончании или досрочном прекращении договора с эмитентом передача всей системы ведения реестра владельцев его ценных бумаг в установленном порядке новому регистратору.

## 5.6. Депозитарная деятельность

**Понятие.** Депозитарная деятельность – это оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету и переходу прав на ценные бумаги.

Хранение сертификатов ценных бумаг, или ценных бумаг в документарной форме, как самостоятельный вид деятельности не является профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг и может осуществляться другими его участниками. Например, часто документарные ценные бумаги хранятся в личных (индивидуальных) банковских сейфах, т. е. такого рода услуга является межрыночной, поскольку всегда существует потребность в хранении (сохранении) самых разнообразных материальных ценностей. Хранить ценности можно и на складе, и в коммерческом банке, и в юридической конторе, и в музее и т. п.

В современных условиях, когда большинство эмиссионных ценных бумаг выпускается в бездокументарной форме, депозитарная деятельность представляет собой в основном оказание услуг по учету и переходу прав (собственности) на ценные бумаги.

Депозитарий – это в большей степени участник вторичного рынка ценных бумаг в отличие от регистратора, который по преимуществу является участником первичного рынка. Дело в том, что реестродержатель отвечает за фиксацию отношений между эмитентом и инвесторами, ее поддержание и обновление, что входит в круг отношений первичного рынка ценных бумаг. Депозитарий, наоборот, фиксирует отношения между инвесторами при смене собственности на ценные бумаги, которая имеет место на вторичном рынке. Его задача состоит в обеспечении быстрого и дешевого способа перевода прав на ценную бумагу с одного участника рынка на другой.

Пользователь услуг депозитария называется депонентом, а открываемый ему в депозитарии счет – счетом депо.

**Изменение способа удостоверения прав на ценные бумаги в депозитарии.** Передача учета ценных бумаг в депозитарий осуществляется, когда:

1) сертификат ценной бумаги передается на хранение в депозитарий. В этом случае происходит замена документарного способа удостоверения прав на ценную бумагу на бездокументарный способ, т. е. учет операций с данными ценными бумагами в дальнейшем осуществляется в виде записей на счетах депо без выписывания новых сертификатов (возможны разные варианты этой ситуации в зависимости от условий эмиссии документарной ценной бумаги – предполагает ли она

выписку сертификатов частным владельцам ценных бумаг или существует лишь сертификат на выпуск данной ценной бумаги в целом);

2) депозитарий становится номинальным держателем ценных бумаг в системе реестра их владельцев. В этом случае происходит простая передача учета соответствующих ценных бумаг от регистратора (т. е. с лицевых счетов их владельцев) к депозитарию (т. е. на счета депо этих же владельцев).

Аналогично депозитарий может быть депонентом другого депозитария или иметь в качестве своих депонентов других депозитариев.

**Виды депозитариев.** В зависимости от целей депозитарных услуг депозитарии подразделяются на:

- расчетные;
- клиентские (кастодиальные).

Расчетный – это депозитарий, который обслуживает профессиональных участников организованного фондового рынка. Он осуществляет свою деятельность в неразрывном единстве с системами торговли (заключения сделок), клиринга и расчетов по обращающимся ценным бумагам.

Деятельность расчетного депозитария может совмещаться только со следующими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг: с клиринговой деятельностью и деятельностью по организации торговли.

Клиентский – это депозитарий, который оказывает всевозможные услуги непосредственным владельцам ценных бумаг. В мировой практике деятельность клиентских (кастодиальных) депозитариев, по сути, сливается с деятельностью регистраторов, но в России эти виды услуг пока не совмещаются.

Деятельность клиентского депозитария может совмещаться только со следующими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг: с брокерской, дилерской и деятельностью по управлению ценными бумагами.

Клиентские депозитарии могут быть специализированными на учете отдельных видов ценных бумаг. Например, учет инвестиционных паев, выпускаемых паевыми инвестиционными фондами, осуществляется специализированными депозитариями.

**Основные функции клиентского депозитария.** Функции клиентского депозитария могут быть самыми разнообразными, а главное, они постоянно развиваются вместе с изменением и ростом разнообразия потребностей участников рынка ценных бумаг. Современные функции депозитария могут включать:

- участие в расчетах по сделке с точки зрения поставки или принятия ценных бумаг клиентов с зачислением этих бумаг на клиентские счета депо;

- учет и хранение ценных бумаг клиентов в двух формах:

- открытое хранение, т. е. учет ценных бумаг без их разбивки по конкретным клиентам с точки зрения характеристик ценных бумаг (порядковых номеров и других индивидуальных атрибутов ценных бумаг);

- закрытое хранение, при котором учет ценных бумаг осуществляется непосредственно на именных счетах депо клиентов;

- выплата доходов по ценным бумагам клиентов (дивидендов, процентов);

- сопровождение корпоративных действий эмитента в случаях:

- бонусной эмиссии и выпуска прав;

- дробления (сплита) и консолидации акций;

- конвертации ценных бумаг;

- изменения наименования эмитента;

- ликвидации эмитента;

- осуществления нрав голоса по акциям;

- поглощений и слияний;

- погашения облигаций или выкупа акций самим эмитентом;

- реинвестирования дивидендов (выплата дивидендов в форме акций) и др.;

- управление налоговыми платежами клиентов, связанными с ценными бумагами:

- разнообразная профессиональная помощь клиентам в уплате налогов;

- отслеживание правильности и своевременности их уплаты клиентами и др.;

- оказание всевозможных информационных услуг клиентам, касающихся ценных бумаг, находящихся на счетах депо, например, предоставление информации:

- об эмитентах и его действиях;
- о рынках ценных бумаг, включая мировой рынок;
- об изменениях в порядках учета и отчетности по сделкам с ценными бумагами и т. п.

## **5.7. Деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг**

### **5.7.1. Общие требования к организации торговли**

**Понятие.** Деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг – это предоставление услуг, непосредственно способствующих заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами между участниками рынка ценных бумаг.

Участник рынка в общем случае называется организатором торговли, основным видом которой на рынке ценных бумаг является фондовая биржа.

Современная организация торговли на рынке ценных бумаг невозможна без ее совмещения или взаимоувязки с депозитарной и клиринговой видами деятельности.

Организатор торговли получает лицензию сроком на 10 лет. Лицензии выдаются отдельно для организации торговли на внебиржевом рынке и для организации торговли в качестве фондовой биржи. В свою очередь, эти лицензии существуют в двух подвидах: для организации рынка государственных ценных бумаг и корпоративных ценных бумаг.

**Требования к организатору торговли.** Организатор торговли по определению должен иметь пакет документов, позволяющих организовать рынок ценных бумаг. Этот пакет включает:

- правила допуска участников рынка к рынку (к торгам);
- правила допуска ценных бумаг на рынок (к торгам);
- правила заключения и сверки сделок на рынке;
- правила регистрации сделок;

- порядок исполнения сделок;
- правила, позволяющие ограничивать манипулирование ценами на рынке;
- расписание предоставления услуг организатором торговли;
- регламент внесения изменений и дополнений в нормативные документы;
- список ценных бумаг, допущенных к торгам.

Организатор торговли должен предоставлять информацию по каждой заключенной на рынке сделке любому заинтересованному лицу путем дачи сведений о:

- дате и времени заключения сделки;
- наименовании ценной бумаги;
- государственном номере ее регистрации;
- рыночной цене (за единицу);
- количестве проданных (купленных) ценных бумаг по сделке.

### **5.7.2. Фондовая биржа как организатор рынка**

**Понятие.** В Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» отсутствует юридическое определение фондовой биржи. Имеется лишь указание, что фондовой биржей признается организатор торговли на рынке ценных бумаг, отвечающий требованиям гл. 3 закона. Кроме того, есть упоминание о том, что фондовая биржа (поскольку она по определению есть организатор торговли) оказывает услуги, непосредственно способствующие совершению сделок с ценными бумагами.

С формальной стороны можно сказать, что фондовая биржа является организатором рынка ценных бумаг, который имеет лицензию фондовой биржи.

Юридическое лицо, осуществляющее деятельность фондовой биржи, т. е. имеющее лицензию фондовой биржи, может совмещать свою деятельность только со следующими видами деятельности на рынке:

- деятельностью валютной биржи;
- деятельностью товарной биржи;
- клиринговой деятельностью (клиринг по операциям с ценными бумагами и инвестиционными паями);

- деятельностью по распространению информации;
- издательской деятельностью;
- сдачей имущества в аренду.

Как следует из указанного перечня, юридическое лицо, имеющее статус фондовой биржи, не может совмещать свою деятельность с депозитарной деятельностью. Это означает, что депозитарное обслуживание фондовой биржи должно осуществлять обязательно другое юридическое лицо (депозитарий) на основе договора между ними (между биржей и депозитарием).

В данном перечне видов рыночной деятельности фондовой биржи отсутствует упоминание, например, о возможности продажи разработанных ею новых рыночных продуктов и технологий торговли. Этот вид деятельности получает все большее распространение в мировой практике.

Разрешается и противоположная ситуация, при которой юридическое лицо, зарегистрированное в качестве валютной или товарной биржи либо клиринговой организации, может получить статус фондовой биржи. При этом в данной организации должно быть создано отдельное структурное подразделение, выполняющее функции фондовой биржи.

С точки зрения такого понимания сущности фондовой биржи, получается, что организатор торговли, чтобы называться фондовой биржей, должен соблюсти все ограничения, которые накладывает на него по этому поводу закон. Если же он выходит за пределы этих юридических норм, то он должен взять себе иное название как организатор торговли на рынке ценных бумаг. С точки зрения сущности самого рынка никаких отличий у фондовой биржи нет по сравнению с другими организаторами рынка. В результате, если вдруг окажется, что юридические нормы фондовой биржи будут сдерживать развитие рынка, организаторам торговли будет выгоднее не получать статус фондовой биржи.

Историческая роль фондовой биржи состояла в том, что она возникла как самая совершенная форма организации рынка ценных бумаг (прежде всего, акций и облигаций). Имеющееся в нашей стране разделение организаторов рынка на фондовые биржи и других организаторов рынка носит формально-юридический характер.

**Участники фондовой биржи.** Участники фондовой биржи различаются в зависимости от ее организационной формы.

Если биржа есть некоммерческое партнерство, то участниками могут быть только ее члены – те лица, которые ее создали.

Если биржа является акционерным обществом, то происходит процесс разделения ее членов на акционеров и участников, т. е. тех, кто получает право торговать на данной бирже. Акционером биржи может быть любой участник рынка ценных бумаг. Участниками акционерной биржи могут быть только профессиональные торговцы: брокеры, дилеры и управляющие (ценными бумагами). Порядок допуска к торгам на бирже тех или иных конкретных участников устанавливается биржей.

Остальные участники рынка ценных бумаг могут совершать операции на фондовой бирже исключительно через участников данной биржи. Прямой доступ инвесторов к биржевому рынку по российскому законодательству пока невозможен даже в условиях компьютеризованного рынка.

### **Задания для самостоятельной работы**

1. Составьте перечень профессиональных видов деятельности на рынке ценных бумаг с указанием содержания этой деятельности.

2. Сравните виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг с видами деятельности на других финансовых рынках.

3. Сопоставьте размеры собственного капитала по видам профессиональной деятельности и сделайте выводы об их сравнительной значимости на рынке.

4. Составьте примерный вариант договора на брокерское обслуживание с клиентом.

5. Разработайте примерную структуру брокерской компании.

6. Составьте таблицу достоинств и недостатков основных видов приказов на рынке ценных бумаг.

7. Обоснуйте способ оплаты услуг доверительного управляющего вашими ценными бумагами.

8. Определите, какие виды (группы) доходов современной фондовой биржи являются приоритетными и почему.

9. Составьте схемы работы электронной биржи с участием и без участия профессиональных торговцев.

## ГЛАВА 6. ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

### 6.1. Общее представление о вторичном рынке и обращении ценных бумаг

**Понятие.** Вторичный рынок ценных бумаг обычно определяется как совокупность отношений по поводу отчуждения ценных бумаг между участниками рынка, возникающих после процесса их выпуска (размещения).

В юридическом смысле вторичный рынок представляет собой бесконечную череду переходов прав собственности на ранее размещенные (эмитированные) ценные бумаги, или их отчуждения.

Основу отношений на вторичном рынке составляют отношения между владельцами ценных бумаг (инвесторами). Однако на вторичном рынке могут иметь место и отношения между инвесторами и эмитентами. Такие отношения составляют суть отношений первичного рынка, на котором ценная бумага выпускается в обращение. На вторичном рынке отношения между эмитентом и инвестором представляют собой отношения по поводу прекращения существования ценной бумаги, поскольку исходное эмиссионное отношение перестает существовать. На практике такого рода отношения возникают в двух случаях:

1) при окончательном изъятии ценной бумаги из обращения. В этом случае имеет место процесс погашения ценной бумаги ее эмитентом. Такое возможно, например, когда истек срок существования облигации; когда по условиям эмиссии эмитент обязан выкупить ее досрочно по требованию инвестора; когда эмитент обязан выкупить часть своих акций на рынке при уменьшении уставного капитала акционерного общества;

2) при временном изъятии ценной бумаги из обращения. Временный выкуп эмитентом акций у акционеров возникает в случаях, предусмотренных законом. Но акции сразу не погашаются. В течение года эмитент может снова продать эти ранее выкупленные акции, а если это ему не удастся, он обязан их погасить (т. е. изъять из обращения окончательно) и на величину номинальной их стоимости уменьшить свой уставный капитал.

Из этого следует, что вторичный рынок ценных бумаг есть не только рынок их обращения, но и рынок их изъятия в форме временного изъятия из обращения или полного погашения. Процесс погашения ценных бумаг постоянно присутствует на вторичном рынке в тех случаях, когда ценная бумага прекращает свой жизненный цикл. Однако основу данного рынка составляет, естественно, сам процесс их обращения.

Следовательно, более правильно, когда проводится различие между обращением ценной бумаги и ее вторичным рынком:

- обращение ценных бумаг – это единство процессов отчуждения и присвоения ценных бумаг между инвесторами;

- выбытие ценных бумаг из обращения – это прекращение (окончательное или временное) ссудных (долговых) отношений между эмитентами и инвесторами. Выбытие отличается от обращения тем, что при обращении ценная бумага отчуждается от одного владельца и переходит в собственность другого владельца, а при выбытии ценная бумага отчуждается от ее владельца, но не переходит в собственность ее эмитента, а перестает существовать в качестве ценной бумаги (временное до ее новой продажи инвестору – изъятие или окончательно в случае ее погашения – гашение);

- вторичный рынок – это совокупность отношений по поводу обращения ценных бумаг и их выбытия из обращения. Вторичный рынок охватывает сразу две стадии кругооборота ценной бумаги: стадию обращения и стадию выбытия как единство гашения и изъятия ценной бумаги. Неразрывность указанных стадий аналогична неразрывности первичного и вторичного рынков, поскольку на этих рынках чаще всего имеет место обмен ценной бумаги на деньги, и потому эти рынки предстают как единый рынок ценной бумаги.

**Основные виды договоров с ценными бумагами.** В зависимости от срока исполнения договоры с ценными бумагами могут быть:

- кассовыми – договоры с немедленным исполнением (обычно в срок до двух дней);

- срочными – договоры с исполнением через определенный срок в будущем;

- комбинированными – пролонгационные договоры, представляющие собой сочетание двух противоположных договоров – кассового и срочного, но на один и тот же рыночный актив (ценную бумагу).

Кассовые договоры (кассовые сделки) в свою очередь подразделяются на:

- сделки за счет собственных средств клиента (инвестора) или с принадлежащими ему ценными бумагами;
- маржинальные сделки (сделки с маржей) – это сделки с собственными и заемными активами, т. е. покупка ценных бумаг за счет собственных средств клиента и заемных средств или одновременная продажа ценных бумаг собственных и взятых в долг.

Срочные договоры с ценными бумагами подразделяются на:

- форвардные;
- опционные;
- фьючерсные;
- своповые.

Форвардный контракт (договор) – это договор купли-продажи ценной бумаги через определенный срок в будущем, все условия которого являются предметом соглашения его сторон. В отличие от обычных кассовых договоров ценная бумага передается ее новому владельцу не при заключении договора (или в ближайшее время после его заключения), а лишь через промежуток времени, установленный условиями самого договора.

Опционный контракт – это договор, в соответствии с которым одна из его сторон получает право выбора: купить (или продать) ценную бумагу по установленной цене через определенный срок в будущем или отказаться от покупки (продажи) с уплатой за это право выбора другой стороне договора при его заключении определенной суммы денег, называемой премией. В соответствии с опционом на покупку, или опционом «колл», покупатель колла получает право купить ценную бумагу у продавца колла, например, через 3 месяца по цене исполнения опциона или не покупать ее вообще, если это окажется ему невыгодно.

В соответствии с опционом на продажу, или опционом «пут», покупатель пута получает право продать ценную бумагу продавцу пу-

та, например, через 3 месяца по цене исполнения опциона или не продавать ее вообще, если это окажется ему невыгодно.

Опционы могут исполняться на установленную дату в будущем или в течение всего срока своего действия на любую дату.

Фьючерсный контракт – это стандартный биржевой договор купли-продажи ценной бумаги через определенный срок в будущем по цене, согласованной сторонами сделки в момент ее заключения. В отличие от форвардного контракта фьючерсный контракт заключается только в ходе биржевой торговли и является полностью стандартизированным, т. е. стороны фьючерсного контракта договариваются лишь о его цене, а все остальные его условия остаются неизменными от сделки к сделке. Фьючерсные контракты на ценные бумаги заключаются не непосредственно на фондовом рынке, а на его фьючерсном сегменте. Поскольку по фьючерсным контрактам в основном выплачивается разница в ценах, постольку данного рода сделки не имеют прямого отношения к обращению (перемещению) ценных бумаг.

Своп-контракт – это внебиржевое соглашение, в котором продавец и покупатель ценной бумаги обязуются выплачивать друг другу только разницу между ценой бумаги, фиксированной в договоре, и ее рыночной ценой на установленный момент (моменты) расчетов в будущем. Поскольку по своп-контрактам, как и по фьючерсным контрактам, выплачивается только разница в ценах, а никакого перемещения ценных бумаг от одних участников рынка к другим не происходит, постольку данного рода сделки тоже не имеют прямого отношения к действительному обращению (перемещению) ценных бумаг.

В совокупности рынок фьючерсных контрактов и своп-контрактов на ценные бумаги представляет собой рынок мнимого обращения ценных бумаг.

Комбинированные, или пролонгационные, договоры называются в практике сделками репо. Сделка репорт состоит в продаже ценной бумаги на условиях кассовой сделки и одновременно ее покупке по форвардному контракту через необходимый срок в будущем. Сделка депорт состоит в покупке ценной бумаги на условиях кассовой сделки и одновременно ее продаже по форвардному контракту через определенный срок в будущем.

## 6.2. Ранжирование ценных бумаг на рынке

### 6.2.1. Листинг акций

**Понятие.** Ценные бумаги, обращающиеся на вторичном рынке, находятся в процессе постоянного их ранжирования, или упорядочения, по их значимости, надежности и иным важным рыночным характеристикам, имеющим значение для участников рынка.

Ранжирование ценных бумаг – это существующий на рынке процесс упорядочивания ценных бумаг по тем или иным их рыночным характеристикам, прежде всего, по уровню их рискованности и доходности.

На современном рынке существуют два способа ранжирования ценных бумаг в зависимости от того, какой профессиональный участник рынка осуществляет это ранжирование:

- листинг ценных бумаг, или отбор ценных бумаг, осуществляемый организаторами торговли, прежде всего фондовыми биржами. Листинг ценных бумаг предназначен в основном для акций;
- рейтинг ценных бумаг, или ранжирование ценных бумаг по их инвестиционным качествам, производимый рейтинговыми компаниями (агентствами). Рейтинг ценных бумаг предназначен прежде всего для облигаций.

**Понятие и определение.** В соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» листинг – это включение ценных бумаг в котировальный список.

Котировальный список – это список ценных бумаг, допущенных для торговли профессиональным организатором рынка.

**Листинг акций и листинг облигаций.** Листингу подвергаются любые ценные бумаги, которые обращаются на фондовой бирже. В этом смысле нет различия между листингом акций и листингом облигаций. Однако по своей сути листинг нацелен именно на акции, а не на облигации. Это связано с тем, что:

- основным видом ценных бумаг, которые обращаются на фондовых биржах, являются акции, а не облигации. По имеющимся статистическим данным биржевой оборот облигаций составляет обычно не более 10 % их общего оборота. Облигация по сути есть предмет внебиржевого рынка, так как ее купля-продажа часто требует гораздо

большого времени, чем купля-продажа акции, с точки зрения согласования позиций сторон сделки. В случае акции возникают трудности в оценке уровня текущей рыночной цены, а при покупке (продаже) облигации имеют значение размер накопленного купонного дохода, наличие или отсутствие оферты (права на досрочное погашение у продавца или покупателя) и др.;

- облигация в гораздо меньшей степени является предметом спекулятивной торговли по сравнению с акцией в силу особенностей ее рыночного ценообразования. Рыночная цена акции зависит сразу от двух переменных величин: дивиденда и рыночной процентной ставки, а рыночная цена облигации основывается обычно на одной переменной величине – рыночной процентной ставке.

Таким образом, хотя юридически листинг относится и к акциям, и к облигациям, но в экономическом плане процедура листинга как разновидности рыночного ранжирования ценных бумаг есть неотъемлемая составная часть вторичного рынка именно акций, а не облигаций. Рынок облигаций вполне может существовать и без их листинга, а вот рынок акций без листинга существовать не может. Его нельзя заменить процедурой рейтинга, которая характерна именно для облигаций и, наоборот, малоприменима для рыночного ранжирования акций.

**Организация листинга.** Включение ценных бумаг в котировальный список есть целая процедура, которая определяется правилами, устанавливаемыми каждым организатором торговли на рынке ценных бумаг, обычно фондовой биржей.

Каждая фондовая биржа или внебиржевая система организованной торговли осуществляет свой листинг ценных бумаг, которые она допускает к обращению.

Результатом листинга ценной бумаги является:

- допуск ценных бумаг соответствующей компании на фондовую биржу или на другой организованный рынок ценных бумаг;
- получение акциями и/или облигациями компании публичной котировки, т. е. официально регистрируемого биржей (или внебиржевым организатором рынка) курса (цены) этой ценной бумаги.

Листинг ценных бумаг компании дает ей следующие важные преимущества на рынке:

- увеличение доверия со стороны участников рынка;

- получение общественной известности, а то и определенной популярности;
- получение доступа к сравнительно дешевым и потенциально неограниченным источникам финансирования;
- возможность роста капитализации компании, т. е. роста цен на ее акции;
- повышение оборачиваемости (ликвидности) ее ценных бумаг;
- возможность получения тех или иных налоговых льгот в соответствии с имеющимся в стране налоговым законодательством.

Коммерческая организация, претендующая на получение листинга на фондовой бирже, обязана удовлетворять предъявляемым к ней и ее ценным бумагам требованиям. К ним относятся:

- наличие истории существования компании;
- известность в стране и в мире;
- место, занимаемое в соответствующей сфере экономики;
- минимальные размеры активов и чистой прибыли за несколько лет;
- размеры акций, находящихся в свободном обращении;
- численность акционеров и др.

**Делистинг.** Делистинг представляет собой исключение ценных бумаг из котировального списка. Это процедура исключения ценных бумаг компании из листинга фондового рынка. Необходимость делистинга возникает в следующих основных случаях:

- эмитент сам подал заявление на исключение его ценных бумаг из котировального листа;
- регулирующий орган принял решение о признании выпуска ценных бумаг несостоявшимся;
- вступило в силу решение суда о недействительности выпуска ценных бумаг;
- ликвидирован сам эмитент котироваемых ценных бумаг (на самом деле прекращение котирования происходит намного раньше, чем ликвидируется эмитент);
- истекли сроки допуска ценных бумаг к обращению на бирже;
- истек срок обращения определенных ценных бумаг;

- эмитент не выполнил перед биржей обязательства, принятые при включении его ценных бумаг в котировальный лист биржи;
- показатели, относящиеся к эмитенту или его ценным бумагам, не соответствуют требованиям, предъявляемым для включения ценных бумаг в котировальный лист определенного уровня.

В данном случае речь идет в основном о вынужденном делистинге. Добровольный делистинг, или делистинг по инициативе самого эмитента, встречается редко. Однако в последние годы такого рода тенденция все-таки имеет место. Это связано с дальнейшим ужесточением требований по раскрытию эмитентом информации о своей деятельности. В определенных конкретных условиях рынка это может вести к ослаблению конкурентных позиций эмитента, поскольку ему приходится раскрывать многие свои «коммерческие секреты» заранее, чем и могут воспользоваться его конкуренты на рынке. В этом случае преимущества листинга могут быть перекрыты потерями от собственно коммерческой деятельности компании.

### 6.2.2. Рейтинг облигаций

**Понятие.** Рейтинг ценных бумаг – это профессиональная экспертная оценка качества ценной бумаги, используемая участниками рынка при установлении ее рыночной цены.

**Нацеленность рейтинга.** Рейтинг ценных бумаг, как и листинг, имеет своей целью оценку ценной бумаги с позиций и критериев, которые предъявляются к ней участниками рынка, т. е. с точки зрения соотношения доходности и рискованности инвестиций в нее. Оценка инвестиционных качеств ценной бумаги позволяет участникам рынка сопоставлять ценные бумаги между собой и на этой основе более правильно устанавливать рыночные цены и пропорции между ними.

Чем выше рейтинг, тем ниже оценивается риск по ценной бумаге, и поэтому по ней может быть установлена относительно более низкая доходность. Чем ниже рейтинг ценной бумаги, тем больший риск свойствен ей, в связи с этим она должна иметь большую привлекательность для инвесторов с точки зрения уровня ее доходности.

**Субъективный характер рейтинга.** Рейтинговая оценка есть всегда субъективная оценка качества той или иной ценной бумаги, поскольку она основывается на определенных количественных методах

и мнению специалистов. Субъективность рейтинговой оценки коренится в следующих главных причинах:

- эту оценку вырабатывают сами люди, участники рынка. Данная оценка не существует как некая объективность, имеющая место вне человека. Рейтинг есть оценка ценной бумаги человеком;
- это есть оценка ценной бумаги, которая сама по себе не является материальной вещью. Ценная бумага – это порождение рынка, а не природы;
- рейтинг осуществляется преимущественно на основе информации о прошлом, а потому ценность рейтинговых оценок с течением времени быстро уменьшается.

**Профессионализм, или объективный характер, оценки.** Несмотря на субъективизм рейтинговой оценки по самому ее существу, она имеет относительно большую объективность (или меньшую субъективность) по сравнению с любыми другими возможными оценками в силу трех моментов:

- оценка делается профессионально, т. е. на основе максимально возможного объема информации и с применением самых последних научных методов анализа в данной сфере;
- оценка осуществляется независимым участником рынка, т. е. его целью является выявление истины настолько, насколько это возможно при соответствующих обстоятельствах. Теоретически в этом случае отсутствует какая-либо заинтересованность в завышении или занижении оценки качества ценной бумаги;
- рейтинговые оценки по возможности систематически пересматриваются и уточняются.

**Отличие рейтинга от оценки стоимости.** От рейтинга следует отличать то, что в практике называется профессиональной деятельностью по оценке ценной бумаги (оборудования, квартир, другой недвижимости, имущественных комплексов, акционерных обществ и других рыночных активов). Рейтинг оценивает качество ценной бумаги, но не ее вероятную рыночную цену. Профессиональный оценщик имеет своей целью определить стоимостную оценку рыночного актива, максимально приближенную к рыночной, в условиях, когда отсутствует прямая рыночная оценка этого актива.

**Виды оценок качества ценной бумаги.** Каждый участник рынка в той или иной мере субъективно оценивает качество ценной бумаги, которую он собирается купить. Для этого ему не всегда нужно проводить какую-то сложную исследовательскую (научную) работу, поскольку рынок выработал множество критериев, которые позволяют делать такого рода профессиональную оценку в упрощенной форме, либо эта оценка качества данной ценной бумаги является общепризнанной и не нуждается в дополнительных оценках.

Одним из таких критериев оценки качества ценной бумаги является рассмотренная выше процедура листинга ценной бумаги. Котируемые на фондовой бирже ценные бумаги, прежде всего акции, имеют обычно наивысшую степень рыночного качества, и рядовым участникам рынка нет необходимости проводить какие-то повторные экспертизы.

Другим важным критерием рыночного качества выступает общественное мнение относительно той или иной ценной бумаги. Сила общественного мнения состоит в его массовости. Если доверие к какой-то ценной бумаге или ее эмитенту в общественном мнении вдруг уменьшится, то это обязательно приведет к падению рыночных цен на нее, независимо оттого, как обстоят дела у эмитента на самом деле.

В тех случаях, когда участнику рынка все же необходимо иметь оценку качества ценной бумаги, а самому ему это, как правило, сделать затруднительно, он обращается за помощью к своему брокеру или к тому участнику рынка, который занимается консультированием на профессиональной основе.

Среди профессиональных консультантов на рынке ценных бумаг важное место принадлежит рейтинговым организациям (компаниям, агентствам), которые оказывают платные услуги участникам рынка по оценке качества тех или иных ценных бумаг.

**Кредитный рейтинг, или рейтинг эмитента как должника.** Кредитный рейтинг – это профессиональная оценка участника рынка в качестве должника. Кредитный рейтинг позволяет судить о степени рискованности инвестирования (кредитования) в ценные бумаги данного эмитента или предоставления ему банковской ссуды.

Наличие кредитного рейтинга в мировой практике в настоящее время является обязательным условием для выхода коммерческой ор-

ганизации или даже национального государства на рынок долговых обязательств, т. е. на кредитный рынок или на рынок ценных бумаг.

**Рейтинговые организации.** Рейтинговые организации появились в начале XX в. на американском фондовом рынке. Впоследствии они возникли и в других развитых странах и от рейтинга лишь ценных бумаг трансформировались в кредитный рейтинг вообще.

Наиболее известными мировыми рейтинговыми агентствами являются Standart & Poor's Corporation (S & P), Moody's Investors Service (Moody's). Рейтинговая оценка, даваемая ими, как правило, очень близка.

Согласно рейтингу все долговые ценные бумаги подразделяются на две группы:

- облигации инвестиционного уровня качества. В эту группу включаются облигации, по которым имеется возможность погасить заем, а возможность выплаты процентного дохода оценивается от высшей надежности до возможности невыплаты в установленные сроки. Сюда включаются облигации с рейтингом AAA (Aaa), AA (Aa), A, BBB (Bbb);
- спекулятивные бумаги. В данную группу включаются ценные бумаги, имеющие разное качество с точки зрения возврата самого долга одновременно с выплатой процентного дохода. К спекулятивным ценным бумагам (их еще называют высокорисковыми или «мусорными» облигациями) относятся облигации с рейтингом BB (Bb), B, CCC (Ccc), CC (Cc), C, D.

Конкретные методики рейтинговых оценок различаются по рейтинговым агентствам и являются их коммерческой тайной.

Рейтинги ценных бумаг и эмитентов постоянно уточняются и пересматриваются в связи с изменениями в их экономическом положении и рыночной ситуации.

Рейтинговые организации представляют собой коммерческие организации, которые работают на прибыльной основе за счет продажи своих услуг участникам рынка. Эмитент, желающий выйти со своими ценными бумагами на фондовый рынок, должен получить свой рейтинг. Для этого он обращается в рейтинговое агентство, оплачивает его услуги и предоставляет ему всю необходимую информацию для проведения рейтинга.

В общем случае рейтинг – это обязательность для эмитента, но не обязанность рейтинговой организации. Однако в последние годы ведущие рейтинговые агентства в ряде случаев самостоятельно проводят оценку кредитоспособности тех или иных компаний и государств.

Рейтинговые организации существуют в большинстве стран с развитым фондовым рынком. Национальные рейтинговые агентства имеют определенные преимущества перед международными компаниями такого рода, поскольку могут более точно учитывать в рейтинговой оценке национальные особенности рынка.

### **6.3. Котировка ценных бумаг и фондовые индексы**

**Понятие.** Котировка ценной бумаги – это доступная для всех участников рынка информация о рыночной цене ценной бумаги. На современном рынке цена акции задается в абсолютном выражении в национальной валюте, например в рублях и копейках за одну акцию. Цена облигации выражается в относительной величине, обычно в процентах от ее номинала. Например, цена облигации в размере 95,15 % при условии, что ее номинальная стоимость составляет 1000 руб., означает, что в абсолютном выражении ее цена равна 951 руб. 50 коп.

Следует различать следующие виды котировки:

- **преддоговорная котировка** – это существование рыночной цены ценной бумаги в качестве цен предложения на покупку и продажу:
  - **цена покупателя, или цена предложения на покупку, или текущая котировка по запросу, или бид (bid)**, – это цена, которую предлагает маркет-мейкер в качестве покупателя. По этой цене клиент может продать ему свою ценную бумагу (но может предложить и свою более высокую цену продажи);
  - **цена продавца, или цена предложения на продажу, или текущая котировка по предложению, или аск (ask), оффер (offer)**, – это цена, которую предлагает маркет-мейкер в качестве продавца; по этой цене клиент может купить ценную бумагу (но может предложить и меньшую цену). Цена продавца (аск) всегда больше цены покупателя (бид), так как из этой разницы в ценах и образуется доход профессионального торговца-дилера (маркет-мейкера) на рынке ценных бумаг. Разница между ценами продавца и покупателя называется спредом;

- последоговорная котировка, или курс, ценной бумаги – это рыночная цена ценной бумаги в соответствии с заключенной по ней сделкой.

Различия между этими двумя видами котировок следующие:

- преддоговорная котировка состоит из двух цен; последоговорная котировка представляет собой единственную цену;

- преддоговорная котировка есть основа предполагаемой будущей рыночной цены, последоговорная котировка – это непосредственно рыночная цена ценной бумаги;

- преддоговорная котировка сама основывается на последоговорных котировках, т. е. на рыночных ценах уже заключенных сделок.

Преддоговорная котировка ценной бумаги имеет цель создание условий для достижения договоренности между продавцом и покупателем ценной бумаги по поводу установления ее рыночной цены. Чем меньше спред, тем быстрее при прочих равных условиях продавец и покупатель могут прийти к соглашению об уровне рыночной цены.

**Понятие.** Фондовый индекс – это статистический показатель, отражающий изменение рыночных цен выбранной совокупности ценных бумаг во времени.

**Использование фондовых индексов.** Если говорить в целом, то фондовые индексы используются для получения общей картины состояния фондового рынка, прежде всего рынка акций и облигаций, поскольку по своей сути они выполняют две функции:

- 1) агрегируют рыночные цены сразу многих ценных бумаг путем использования тех или иных методов усреднения совокупности цен;

- 2) показывают общую динамику или направленность изменения рыночных цен безотносительно к цене отдельной ценной бумаги.

Конкретно фондовые индексы широко используются участниками фондового рынка для самых разных целей, в частности:

- в качестве средства экономического анализа и прогнозирования цен акций;

- в качестве экономических индикаторов конъюнктуры экономики страны в целом;

- в качестве инструментов управления инвестиционными портфелями ценных бумаг;

- в качестве предмета для заключения сделок с производными инструментами (фьючерсами, опционами, свопами). Фондовые индексы активно используются для анализа состояния и прогнозирования динамики фондового рынка, поскольку современные инвесторы обычно располагают крупными пакетами самых разнообразных ценных бумаг, управление которыми требует понимания общих процессов, свойственных фондовому рынку в целом, а не только отдельной ценной бумаге.

Фондовые индексы широко применяются в качестве основы для торговли производными финансовыми инструментами, базирующимися на этих индексах. Например, на фондовых индексах основываются фьючерсные контракты на фондовые индексы (индексные фьючерсы), опционные контракты на фондовые индексы (биржевые опционы на индексы), опционные контракты на индексные фьючерсы. Производные финансовые инструменты, основанные на фондовых индексах, используются в спекулятивных целях, для хеджирования портфельных рисков, а также для проведения арбитражной торговли между рынками индексных производных инструментов и рынками ценных бумаг, входящих в состав соответствующего фондового индекса.

#### **6.4. Ликвидность ценных бумаг**

**Понятие.** Ликвидность ценной бумаги является характеристикой ее оборачиваемости на рынке. Свободная оборачиваемость, или обмен ценной бумаги на деньги и обратно, есть неотъемлемая черта ценной бумаги; это и обусловило превращение юридического инструмента фиксации ссудного отношения в инструмент, названный ценной бумагой.

Обмен ценной бумаги на деньги и обратно связан со многими рыночными факторами, относящимися как к самой ценной бумаге (надежность, инвестиционные качества), так и к рынку (наличие достаточного числа участников, особенности договорного процесса и др.). Иначе говоря, ценная бумага имеет потенциальную возможность для обращения, однако сам процесс ее обращения зависит не только от нее самой, но и от воли и желаний ее эмитента и владельца. В этом смысле самое общее понимание ликвидности состоит в том, что она представляет собой ту или иную степень сочетания возможности к обращению и действительной ее обратимости в деньги (или наоборот).

На практике ценную бумагу, как правило, всегда можно купить или продать, вопрос только во времени и в цене. Если фиксируется желаемая цена сделки, то время ее заключения относительно увеличивается и теоретически может растянуться до бесконечности, т. е. когда-нибудь может возникнуть ситуация, что рыночная цена ценной бумаги достигнет заданного высокого или, наоборот, низкого (в случае кризиса на рынке или банкротства эмитента) уровня. Если фиксируется время сделки, то цель может быть достигнута за счет изменения (повышения или понижения) зафиксированного уровня рыночной цены. Поэтому, чтобы сравнивать ценные бумаги между собой по уровню их ликвидности, необходимо исходить из одинакового времени их обмена и из одновременной неизменности рыночной цены.

Таким образом, ликвидность ценной бумаги – это сравнительное количество ценной бумаги, которое может быть обменено на деньги (или наоборот) в течение фиксированного (заданного) периода времени без существенного изменения рыночной цены на нее.

В этом смысле высокая ликвидность означает, что ценная бумага в стандартном количестве может быть быстро продана (куплена) без существенного влияния этой операции на текущий уровень ее рыночной цены. Низкая ликвидность означает, что стандартное количество ценной бумаги вряд ли может быть за аналогичное время продано (куплено) без весьма существенных потерь, т. е. без значительного падения (роста) ее цены.

Понятие низкой ликвидности, в частности в российских условиях, может означать и тот факт, что ценная бумага вообще не обращается на рынке и что у нее нет сколько-нибудь представительной рыночной цены. По сути, подобного рода ценная бумага является таковой лишь потенциально, в силу ее юридического статуса, а с точки зрения рынка она этот свой статус утратила.

Критерии ликвидности, такие как стандартное количество ценной бумаги, принимаемое в расчет при оценке ликвидности, временной период, необходимый для обмена этого стандартного количества на деньги, и значение существенного изменения рыночной цены, – отрабатываются на практике и зависят от степени развития самого фондового рынка. Например, общепринято считать высоколиквидной ценной бумагой такую, стандартный рыночный лот которой (обычно

100 или 1000 шт.) может быть немедленно куплен (продан) по текущей рыночной цене.

**Способы обеспечения ликвидности.** Ликвидность ценной бумаги может обеспечиваться за счет различного рода мероприятий, проводимых как ее эмитентом, так и на ее рынке. В частности, это может включать:

- первичное размещение ценной бумаги среди максимально широкого круга инвесторов. Чем больше количество владельцев ценной бумаги, тем больше вероятность того, что возникнет широкий рынок ее обращения;

- использование имеющихся возможностей вторичного, прежде всего биржевого, рынка для стимулирования купли-продажи ценной бумаги: присвоение ей биржевого листинга, простота заключения сделок, защита от мошенничества;

- возможность проведения операций репо;

- осуществление сделок не только на биржевом, но и на внебиржевом рынке. Обращение ценной бумаги на внебиржевом рынке имеет ничуть не меньшее значение, чем на биржевом рынке. Эти рынки дополняют друг друга, и вместе они только увеличивают ликвидность ценной бумаги;

- наличие маркет-мейкеров, обеспечивающих двусторонние котировки на рынке. Профессиональные торговцы-дилеры, которые выставляют собственные котировки на покупку и продажу ценной бумаги, обеспечивают очень высокую степень ее ликвидности. Поэтому любому участнику рынка нет необходимости самостоятельно искать своего контрагента по сделке, а достаточно обратиться к дилеру, чтобы заключить необходимую сделку по текущим рыночным условиям. Такие дилеры обычно располагают в необходимых количествах собственными портфелями котируемых ценных бумаг, которые используют в случае временной нехватки предложения по какой-то ценной бумаге, или, наоборот, покупают в свой портфель временно избыточное предложение ее на рынке. Этим обеспечивается постоянная ликвидность котируемой ценной бумаги.

**Основные показатели ликвидности.** Показателей ликвидности ценной бумаги может быть достаточно много, и все они характеризуют

ют те или иные стороны процесса ее оборачиваемости на рынке. Наиболее часто используемыми показателями являются:

- ежедневный объем сделок с ценной бумагой по отношению к ее общему размещенному количеству и по отношению ко всему ежедневному объему сделок на рынке. Чем больше ежедневный объем сделок в абсолютном и любом относительном выражении, тем при прочих равных условиях выше ликвидность ценной бумаги;

- количество маркет-мейкеров (дилеров), которые выставляют свои котировки по данной ценной бумаге. Обычно чем более ликвидна ценная бумага, т. е. чем она более востребована на рынке, тем большее число профессиональных торговцев «вынуждены» торговать ею и заинтересованы в торговле ею;

- спред (разница) между ценами покупателя (бид) и продавца (аск). По ликвидным ценным бумагам спред всегда очень мал, обычно в пределах 0,5 % от цены (для сравнения: на рынке недвижимости спред может достигать 10 % и более). Имеет место и обратное влияние спреда на ликвидность ценной бумаги. Чем он становится меньше, тем легче совершается заключение рыночных сделок, а потому возрастают их объемы и, соответственно, ликвидность ценной бумаги. Большой спред характерен для низколиквидных ценных бумаг, поскольку продавцы и покупатели встречаются на рынке редко и их представления о возможной рыночной цене данной ценной бумаги могут очень сильно различаться;

- время, необходимое для реализации достаточно крупного (нестандартного) пакета ценных бумаг, в течение которого не будет оказано серьезного влияния на уровень рыночной цены. Для разных ценных бумаг с точки зрения их ликвидности опытным путем устанавливается размер такого пакета, измеряемый обычно в процентах от общего объема рынка данной ценной бумаги, купля-продажа которого не приведет к резкому падению рыночной цены (обычно резким для данного случая считается падение цены более чем на 1 %).

## **6.5. Капитализация фондового рынка**

**Понятие.** Капитализация фондового рынка – это денежная (стоимостная) оценка капитала, существующего в форме обращающихся на рынке ценных бумаг, прежде всего акций и облигаций.

Величина капитала, представляемого ценными бумагами, определяется как произведение количества эмитированных (размещенных) бумаг на их текущие рыночные цены. При данном количестве выпущенных в обращение акций (облигаций) абсолютная капитализация рынка определяется уровнем соответствующих цен, а в относительном обобщенном виде ее изменение – увеличение или снижение – отражается в динамике фондовых индексов.

Поскольку в основе рыночной цены ценной бумаги в конечном счете лежит капитализация приносимого ею чистого дохода, постольку капитализация рынка в своей основе есть суммарная капитализация чистого дохода, связанного с акциями, и процентного дохода, приносимого долговыми ценными бумагами.

Капитализация чистого дохода – это текущая (т. е. имеющая место в каждый данный момент времени) рыночная оценка величины капитала, приносящего чистый доход, равный ожидаемому чистому доходу.

**Капитализация рынка как капитализация представленных на нем компаний.** Ценная бумага не существует обособленно от ее эмитента, а потому обращающиеся на рынке ценные бумаги могут быть сгруппированы по их эмитентам. В результате капитализация фондового рынка предстает и как сумма капитализаций, представленных на нем компаний-эмитентов.

На практике, когда говорят о капитализации компании, имеют в виду лишь капитализацию акционерных обществ или совокупную рыночную стоимость размещенных ими акций. Уровень капитализации акционерного общества является показателем его места и роли на фондовом рынке. Самые крупные по размерам капитализации акционерные общества включаются в те или иные фондовые индексы, по которым отслеживаются состояние и перспективы фондового рынка.

Что касается капитализации рынка облигаций, то наибольшее значение имеют, как правило, лишь общий размер данного рынка в сравнении с рынком акций и деление на рынок государственных и рынков корпоративных облигаций.

**Капитализация акционерного общества и его рыночная «цена».** Капитал акционерного общества имеет несколько форм существования. Он выступает в качестве:

- функционирующего капитала – это капитал, задействованный в деятельности данной компании. Суммарно он представляет собой сумму собственного и заемного капитала компании;
- акционерного капитала – это капитал компании, существующий в форме размещенных акций. Это есть текущая рыночная стоимость размещенных акций компании;
- рыночной стоимости компании – это стоимость собственного и заемного капиталов компании в форме рыночной стоимости размещенных обществом акций и облигаций.

Поскольку рыночная цена акции обычно намного превышает ее номинальную стоимость, постольку акционерный капитал, или капитализация акционерного общества, больше его уставного капитала. Уставный капитал создает новую стоимость, которая частично выплачивается в качестве дивидендов, а частично остается в акционерном обществе и вместе с уставным капиталом образует все возрастающий собственный капитал общества. Последний в качестве возросшего капитала создает большую, чем прежде, прибыль, за счет части которой выплачивается более высокий дивиденд, а также опять возрастает собственный капитал и т. д. В силу роста (действительного или потенциального) дивидендного дохода возрастает рыночная цена акции, а потому и капитализация компании в форме акционерного капитала.

Понятие «рыночная цена» компании вытекает из имеющихся на рынке процессов «купли-продажи» акционерных обществ в форме различного рода слияний и присоединений («поглощений», «захватов»), в этом случае плата за компанию всегда превышает текущую рыночную стоимость ее акций, т. е. ее капитализацию.

В основе такого рода рыночной цены компании лежит ее рыночная стоимость, т. е. ее капитализация как сумма акционерного и заемного капиталов. Рыночная цена компании объективно должна превышать ее капитализацию примерно на величину экономически обоснованно используемого ею заемного капитала, поскольку рыночная стоимость акций компенсирует только как бы собственный капитал компании, но не заемный. «Покупка» компании есть покупка всего ее капитала, как собственного в форме акций, так и заемного, прежде всего в форме облигаций. В этом и находится глубинная причина того, что при «покупке» акционерного общества в целом рыночная цена его ак-

ции возрастает по сравнению с ее рыночным уровнем, существовавшим до момента, когда стало известно о данном роде его «покупке».

### **Контрольные вопросы**

1. Какие виды сделок включает обращение ценных бумаг?
2. С какими целями осуществляется биржевой листинг?
3. Какую роль на фондовом рынке играют рейтинговые агентства?
4. Какой метод торговли чаще всего используется на фондовом рынке?
5. В чем состоят отличия понятия «котировка» от понятия «рыночная цена» ценной бумаги?
6. Какие фондовые индексы являются наиболее известными в мире и в России?
7. Охарактеризуйте общее и различие между инвестированием и спекуляцией на рынке ценных бумаг.
8. Какие виды маржинальных операций существуют на фондовом рынке?
9. Какова цель использования сделок репо на рынке ценных бумаг?
10. На чем основываются арбитражные операции с ценными бумагами?

## ГЛАВА 7. РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

### 7.1. Государственное регулирование

**Различие между управлением и регулированием.** В соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» государство осуществляет регулирование данного рынка, но не управляет им. В этом разделении понятий заложено принципиальное отношение государства к процессам, происходящим на рынке.

В самом общем понимании управление – это такие отношения между людьми, которые определяются обязательными указаниями одного лица другому лицу или лицам. Обязательные указания могут проистекать из двух групп отношений между людьми:

- из отношений подчиненности. В этом случае управление называется руководством, т. е. когда одно лицо, называемое подчиненным, обязано выполнить указание другого лица, называемого руководителем (или в западном варианте – менеджером). Человеческая деятельность, как правило, есть коллективная деятельность, а коллектив, взятый как единое целое, всегда устроен как подчинение его частей целому. Часть всегда подчинена своему целому, а целое всегда управляет своими частями. Пример из природы: чтобы человек функционировал как единое целое, у него имеется управляющий орган – мозг. Чтобы коммерческая организация функционировала как единое целое, у нее должен быть даже не просто орган управления, а управляющее лицо (единоличное или коллективное);

- из отношений равенства. В пределах одной социальной группы все люди равны между собой как общественные субъекты. В современном капиталистическом обществе, а потому и в будущих общественных устройствах, все общество представляет собой единую (однородную) социальную группу. Но при существующих общественных отношениях все люди равны между собой лишь как частные собственники, независимо от наличия у них самой этой собственности (собственно в последнем и коренится неизбежность замены такого рода общественных отношений на более совершенные). Когда все члены общества равноправны, то управление ими состоит в установлении границ их возможных действий. Такого рода управление и называется регулированием.

Таким образом, регулирование – это управление, нацеленное на установление пределов (границ, правил) осуществления той или иной человеческой деятельности, включая и установление пределов по выбору самих ее целей. Регулирование не ограничивает человеческой деятельности в смысле установления пределов для развития вообще, а устанавливает границы, в которых эта деятельность может осуществляться и развиваться в соответствии с интересами участников рынка. Регулирование ставит пределы, в которых участник рынка ценных бумаг может действовать, но тем самым оно косвенно задает темпы и направленность дальнейшего развития данного рынка.

### **Основные принципы государственного регулирования.**

Принципы регулирования – это примерно то же, что и аксиомы в математике, т. е. это важные критерии, с которыми должны сверяться практические действия государства по регулированию рынка ценных бумаг. Обычно к таким критериям относятся следующие:

- создание системы регулирования рынком только государством в соответствии с поставленными им целями;
- обеспечение единства нормативно-юридической базы регулирования во всех ее аспектах;
- комплексность методов регулирования;
- достижение оптимального сочетания государственного регулирования с общественным саморегулированием рынка ценных бумаг;
- преемственность в регулировании на протяжении длительного времени;
- равенство всех участников рынка как частных собственников перед законом и друг перед другом, недопустимость привилегий как общее правило;
- учет мирового опыта развития и регулирования фондового рынка и др.

**Способы государственного регулирования рынка.** Государственное регулирование в зависимости от вида инструментов регулирования принято подразделять на:

- прямое, или административное, – это государственное регулирование рынка, основанное на юридических нормах, на праве. Оно включает:

- нормативно-законодательную деятельность;
- регистрационную деятельность (ведение реестров юридических объектов – юридических лиц, ценных бумаг и др.);
- разрешительную деятельность (лицензирование, аттестацию);
- поддержание правопорядка на рынке;
- выставление требований к участникам рынка, например, по обеспечению гласности, информированию и др.;

• косвенное, или экономическое, – это государственное регулирование рынка, основанное на использовании экономических инструментов самого рынка в качестве рычагов регулирования. Такого рода регулирование включает проведение государством:

- определенной денежной политики;
- политики налогообложения;
- политики формирования государственных доходов и направления использования государственных расходов и т. п.;
- политики управления государственной собственностью, в том числе управление имеющимися у государства пакетами акций приватизированных предприятий и др.

**Цели государственного регулирования российского рынка ценных бумаг.** В обобщенном виде основными целями государственного регулирования российского рынка ценных бумаг могут быть:

- 1) содействие в создании современного рынка ценных бумаг;
- 2) поддержание эффективности функционирования и дальнейшего развития рынка путем:

- организации порядка на рынке, нормальных условий для работы на нем;
  - обеспечения условий для рыночного ценообразования на основе действительного спроса и предложения;
  - принятия мер по защите участников рынка от недобросовестной конкуренции, мошенничества и иных противоправных действий;
  - разумного налогообложения всей сферы ценных бумаг;
- 3) защита общественных интересов, недопущение их ущемления при развитии рынка ценных бумаг.

**Основные формы (составные части) государственного регулирования российского рынка ценных бумаг.** В соответствии с Фе-

деральным законом «О рынке ценных бумаг» государственное регулирование данного рынка осуществляется на основе (рис. 7.1.1):

- установления обязательных требований к деятельности на рынке ценных бумаг:
  - эмитентов ценных бумаг;
  - профессиональных участников;
  - саморегулируемых организаций;
- установления стандартов эмиссии ценных бумаг;
- государственной регистрации выпусков эмиссионных ценных бумаг (включая регистрацию проспектов ценных бумаг);
- государственной системы контроля за соблюдением эмитентами условий и обязательств по эмитированным ими ценным бумагам;
- лицензирования деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- лицензирования деятельности саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- запрещения и пресечения предпринимательской деятельности на рынке ценных бумаг без соответствующей лицензии;
- создания системы защиты прав владельцев ценных бумаг;
- установления предельных объемов эмиссии ценных бумаг органами государственной власти и местного самоуправления.

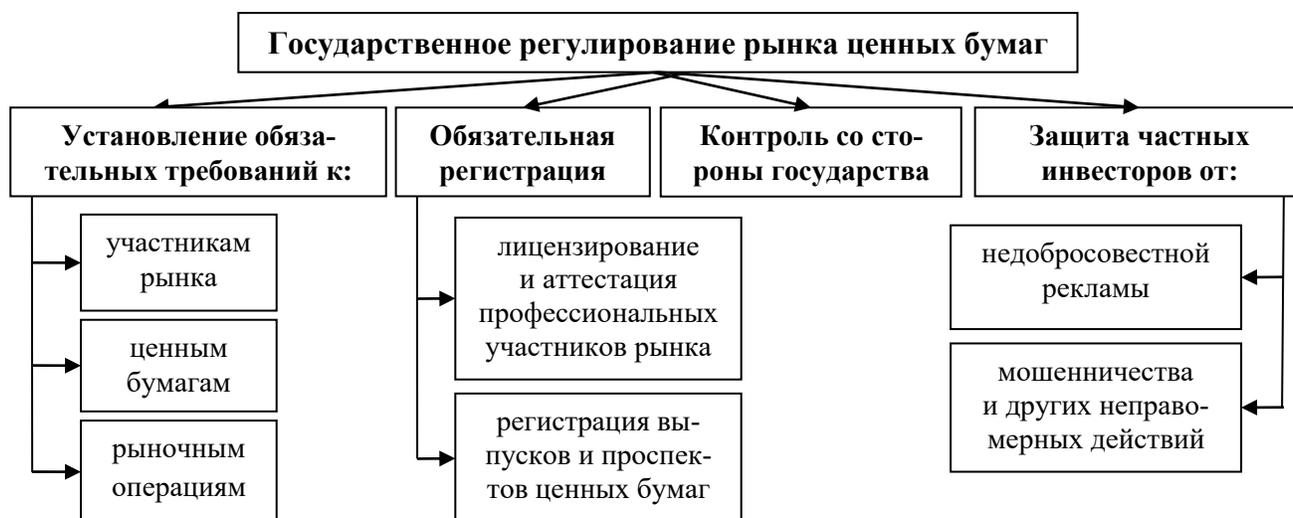


Рис. 7.1.1. Составные части государственного регулирования российского рынка ценных бумаг

Полномочия федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, а потому и Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР), не распространяются на эмиссию долговых обязательств федерального правительства и ценных бумаг субъектов РФ. Поэтому вторым важнейшим органом непосредственного регулирования рынка ценных бумаг является Министерство финансов РФ. Оно не просто регулирует, но и управляет рынком государственных ценных бумаг, поскольку в его лице совмещаются функции как регулятора рынка, так и эмитента ценных бумаг.

**Законодательное регулирование российского рынка ценных бумаг.** Основными законодательными актами, на основе которых осуществляется регулирование рынка ценных бумаг со стороны государства, являются следующие:

А. Основополагающие (ключевые) законы:

- Федеральный закон «Об акционерных обществах» (1995);
- Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» (1996);

В. Последующие законы, имеющие прямое отношение к рынку ценных бумаг:

- Федеральный закон «О переводном и простом векселе» (1997);
- Федеральный закон «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» (1998);
- Федеральный закон «Об ипотеке (залоге недвижимости)» (1998);
- Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» (1999);
- Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» (2001);
- Федеральный закон «Об ипотечных ценных бумагах» (2003).

Кроме указанных законов, федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг, ранее называвшемся Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКЦБ), функции которой в настоящее время возложены на ФСФР, издано большое количество постановлений и стандартов, которые развивают положения указанных федеральных законов.

**Основное содержание Федерального закона «О рынке ценных бумаг».** Данный закон включает разделы, которые содержат нормы, регулирующие:

- виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, в том числе особо выделяется профессиональная деятельность по организации торговли в форме фондовой биржи;
- эмиссию ценных бумаг. Данная группа вопросов включает нормы, касающиеся порядка выпуска (эмиссии) именных и предъявительских корпоративных ценных бумаг в документарной и бездокументарной формах;
- обращение эмиссионных ценных бумаг и связанные с ним вопросы раскрытия информации о ценных бумагах и их рекламе;
- государственное управление рынком ценных бумаг через федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг и самоуправление на рынке ценных бумаг посредством саморегулируемых организаций профессиональных участников данного рынка.

## **7.2. Саморегулирование на рынке ценных бумаг**

**Саморегулируемые организации.** Саморегулируемая организация профессиональных участников рынка ценных бумаг – это добровольное объединение профессиональных участников рынка ценных бумаг в форме некоммерческой организации, создаваемое с целью участия в процессе регулирования рынка ценных бумаг наряду с государственными органами регулирования.

Основными функциями (задачами) саморегулируемой организации являются:

- обеспечение благоприятных условий профессиональной деятельности на рынке;
- соблюдение стандартов профессиональной этики на рынке;
- защита интересов профессиональных участников в государственных органах регулирования;
- защита интересов клиентов профессиональных участников;
- установление правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами и контроль за их выполнением.

Права саморегулируемых организаций:

- получать информацию по результатам проверок своих членов со стороны федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг;

- разрабатывать правила и стандарты осуществления профессиональной деятельности и операций с ценными бумагами;
- осуществлять контроль за соблюдением своими членами вышеназванных правил, стандартов и операций;
- разрабатывать учебные планы и программы, осуществлять профессиональную подготовку сотрудников для работы на рынке ценных бумаг;
- выдавать квалификационные аттестаты.

**Основные виды саморегулируемых организаций.** На российском рынке ценных бумаг имеются следующие основные саморегулируемые организации:

- Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР);
- Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД).

В состав участников указанных организаций, кроме профессиональных участников фондового рынка, обычно еще входят коммерческие банки, инвестиционные компании, организации, специализирующиеся на разработке компьютерного обеспечения, и др.

Указанные две организации являются саморегулируемыми организациями в юридическом смысле, т. е. они имеют соответствующую лицензию (разрешение) от федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, а точнее, от бывшей Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг. Однако на рынке имеются и другие добровольные объединения профессиональных участников различного рода, которые в той или иной мере выполняют какие-то регулятивные функции, т. е. помогают упорядочивать работу на рынке, но не имеют юридического статуса саморегулируемой организации. К такого рода организациям, прямо связанным с рынком ценных бумаг, относится, например, Ассоциация участников вексельного рынка (АУВЕР).

**Кодексы поведения профессиональных участников рынка ценных бумаг.** Саморегулируемые организации совместно с государственными органами регулирования вырабатывают этические правила работы на рынке, которые добровольно обязуются соблюдать профессиональные участники рынка.

## **Контрольные вопросы**

1. Что представляет собой государственное регулирование российского рынка ценных бумаг?
2. Какими методами – экономическими или административными – осуществляется государственное регулирование рынка ценных бумаг?
3. Каковы цели государственного регулирования рынка ценных бумаг?
4. Каковы основные функции Федеральной службы по финансовым рынкам?
5. В чем состоит регулирующая роль Министерства финансов РФ, Центрального банка РФ на рынке ценных бумаг?
6. Зачем необходимы саморегулируемые организации на рынке ценных бумаг?

## ГЛАВА 8. ПОРТФЕЛЬ ЦЕННЫХ БУМАГ

### 8.1. Понятие портфеля ценных бумаг

В сложившейся мировой практике фондового рынка под инвестиционным портфелем понимается некая совокупность ценных бумаг, принадлежащих физическому или юридическому лицу, выступающая как целостный объект управления. Это означает, что при формировании портфеля и в дальнейшем изменяя его состав, структуру менеджер-управляющий формирует новое инвестиционное качество с заданным соотношением риск/доход. Однако созданный портфель представляет собой определенный набор из корпоративных акций, облигаций с различной степенью обеспечения и риска и бумаг с фиксированным гарантированным государством доходом, т. е. с минимальным риском потерь по основной сумме и текущих поступлений – дивидендов, процентов. Теоретически портфель может состоять из бумаг одного вида. Его структуру можно изменить путем замещения одних бумаг другими. Вместе с тем каждая ценная бумага в отдельности не может достичь подобного результата. Смысл портфеля – улучшить условия инвестирования, придав совокупности ценных бумаг такие инвестиционные характеристики, которые недостижимы с позиции отдельно взятой ценной бумаги и возможны только при их комбинации.

В процессе формирования портфеля достигается новое инвестиционное качество с заданными характеристиками. Портфель ценных бумаг является тем инструментом, с помощью которого инвестору обеспечивается требуемая устойчивость дохода при минимальном риске. Доходы по портфельным инвестициям представляют собой валовую прибыль по всей совокупности бумаг, включенных в тот или иной портфель с учетом риска. Возникает проблема количественного соответствия между прибылью и риском, которая должна решаться оперативно в целях постоянного совершенствования структуры уже сформированных портфелей и создания новых в соответствии с пожеланиями инвесторов.

Надо сказать, что указанная проблема относится к числу тех, которые имеют общую схему решения, но которые практически не решаются до конца. С учетом инвестиционных качеств ценных бумаг можно сформировать различные портфели, в каждом из которых бу-

дет собственный баланс между существующим риском, приемлемым для владельца портфеля, и ожидаемой им отдачей (доходом) в определенный период времени. Соотношение этих факторов позволяет определить тип портфеля ценных бумаг.

Тип портфеля – это его инвестиционная характеристика, основанная на соотношении дохода и риска. При этом важным признаком классификации типа портфеля является то, каким способом и за счет какого источника данный доход получен: роста курсовой стоимости или за счет текущих выплат – дивидендов, процентов (рис. 8.1.1).

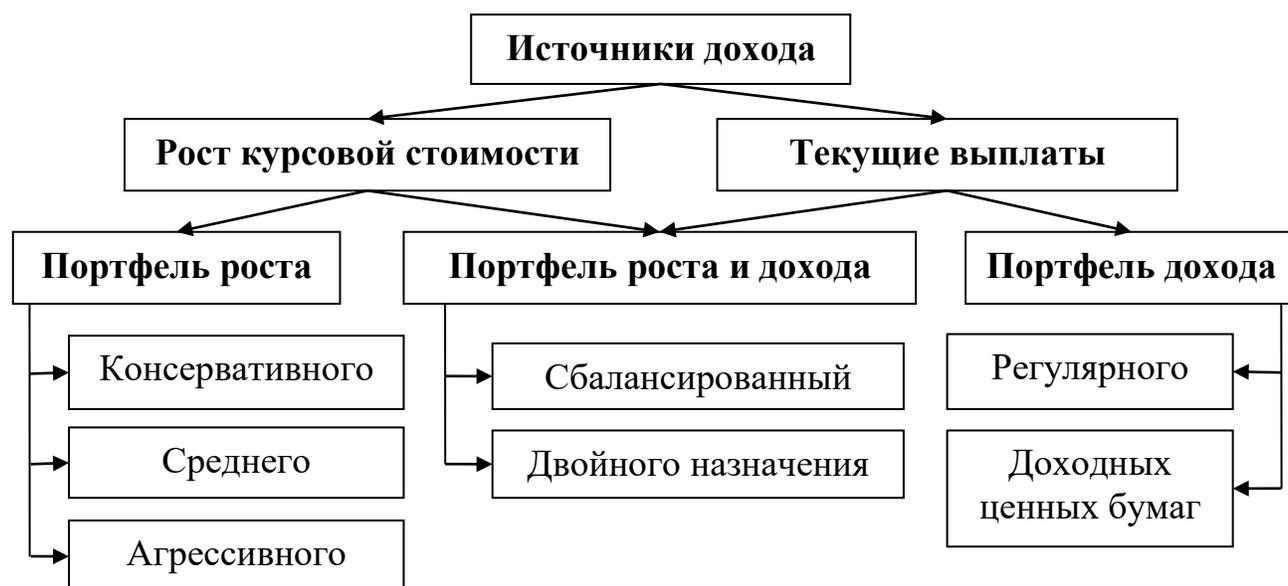


Рис. 8.1.1. Классификация портфеля в зависимости от источника дохода

**Портфель роста** формируется из акций компаний, курсовая стоимость которых растет. Цель данного типа портфеля – рост его капитальной стоимости вместе с получением дивидендов. Однако дивидендные выплаты производятся в небольшом размере. Темпы роста курсовой стоимости совокупности акций, входящих в портфель, определяют виды портфелей, входящих в данную группу.

**Портфель агрессивного роста** нацелен на максимальный прирост капитала. В его состав входят акции молодых, быстрорастущих компаний. Инвестиции в данный тип портфеля являются достаточно рискованными, но вместе с тем могут приносить самый высокий доход.

**Портфель консервативного роста** является наименее рискованным. Состоит в основном из акций крупных, хорошо известных

компаний, характеризующихся хотя и невысокими, но устойчивыми темпами роста курсовой стоимости. Состав портфеля остается стабильным в течение длительного периода времени и нацелен на сохранение капитала.

**Портфель среднего роста** представляет собой сочетание инвестиционных свойств портфелей агрессивного и консервативного роста. В данный тип портфеля включаются наряду с надежными ценными бумагами, приобретаемыми на длительный срок, рискованные фондовые инструменты, состав которых периодически обновляется. При этом обеспечивается средний прирост капитала и умеренная степень риска вложений. Надежность определяется ценными бумагами консервативного роста, а доходность – ценными бумагами агрессивного роста. Данный тип является наиболее распространенной моделью портфеля и пользуется большой популярностью у инвесторов, не склонных к высокому риску.

**Портфель дохода** – данный тип портфеля ориентирован на получение высокого текущего дохода – процентных и дивидендных выплат. Он составляется в основном из акций дохода, т. е. таких акций, которые характеризуются умеренным ростом курсовой стоимости и высокими дивидендами, облигаций и других ценных бумаг, инвестиционным свойством которых являются высокие текущие выплаты. Особенностью этого типа портфеля является цель его создания – получение соответствующего уровня дохода, величина которого отвечала бы минимальной степени риска, приемлемого консервативным инвестором. Поэтому объектами портфельного инвестирования являются высоконадежные инструменты фондового рынка, у которых высоко соотношение стабильно выплачиваемого процента и курсовой стоимости.

**Портфель регулярного дохода** формируется из высоконадежных ценных бумаг и приносит средний доход при минимальном уровне риска.

**Портфель доходных бумаг** состоит из высокодоходных облигаций корпораций, ценных бумаг, приносящих высокий доход при среднем уровне риска.

**Портфель роста и дохода.** Формирование данного типа портфеля осуществляется во избежание возможных потерь на фондовом рын-

ке как от падения курсовой стоимости, так и от низких дивидендных или процентных выплат. Одна часть финансовых активов, входящих в состав данного портфеля, дает владельцу рост капитальной стоимости, а другая – доход. Потеря одной части может компенсироваться возрастанием другой. Охарактеризуем виды данного типа портфеля.

***Портфель двойного назначения.*** В состав этого портфеля включаются бумаги, приносящие его владельцу высокий доход при росте вложенного капитала. В данном случае речь идет о ценных бумагах инвестиционных фондов двойного назначения. Они выпускают собственные акции двух типов, первые приносят высокий доход, вторые – прирост капитала. Инвестиционные характеристики портфеля определяются значительным содержанием данных бумаг в портфеле.

***Портфели денежного рынка.*** Эта разновидность портфелей ставит своей целью полное сохранение капитала. В состав такого портфеля включается преимущественно денежная наличность или быстрореализуемые активы. Следует отметить, что одно из «золотых» правил работы с ценными бумагами гласит: «Нельзя вкладывать все средства в ценные бумаги – необходимо иметь резерв свободной денежной наличности для решения инвестиционных задач, возникающих неожиданно».

Портфели ценных бумаг, освобожденных от налога, содержат в основном государственные долговые обязательства и предполагают сохранение капитала при высокой степени ликвидности. Отечественный рынок позволяет получать по этим ценным бумагам и самый высокий доход, который, как правило, освобождается от налогов. Именно поэтому портфель государственных ценных бумаг – наиболее распространенная разновидность портфеля и, в частности, сформированная по некоторым ценным бумагам. Например, рассматривая ОФЗ в качестве примера, характеризующего высоконадежные ценные бумаги, отметим, что, покупая краткосрочные облигации, выпущенные Министерством финансов РФ, инвестор тем самым дает в долг правительству, которое оплатит эту облигацию в конце срока с уплатой в виде дисконтной разницы. Фактически это не вызывает дефицита бюджета, так как богатство нации вкладывается в эти облигации. Поэтому государственные ценные бумаги являются, возможно, самыми безопасными, так как считается, что государство в принципе обанкро-

таться не может. Их краткосрочный характер и небольшой риск делают данные инструменты одними из самых низкорискованных и реально должны были бы показывать низкую изменчивость дохода. Относительно высокий доход по ОФЗ и их надежность привлекают инвесторов к покупке ценных бумаг, выпущенных государственными органами власти. Любопытно, что портфель ОФЗ в сущности – это портфель роста, так как доход образуется как курсовая разница.

Разновидностей портфелей много, и каждый конкретный держатель придерживается собственной стратегии инвестирования, учитывая состояние рынка ценных бумаг и основательно «перетряхивая» портфель, согласно «золотому правилу» работы с ценными бумагами, не реже одного раза в три – пять лет. Поэтому материал, изложенный в этом параграфе, не охватывает все многообразие существующих портфелей, а лишь позволяет определить принципы их формирования.

## **8.2. Управление портфелем ценных бумаг**

Рынок ценных бумаг изменчив, и для того, чтобы состав и структура портфеля соответствовали его типу, необходимо управление портфелем. Под управлением понимается применение к совокупности различных видов ценных бумаг определенных методов и технологических возможностей, которые позволяют:

- сохранить первоначально инвестированные средства;
- достигнуть максимального уровня дохода;
- обеспечить инвестиционную направленность портфеля.

Иначе говоря, процесс управления направлен на сохранение основного инвестиционного качества портфеля и тех свойств, которые соответствовали бы интересам его держателя. Поэтому необходима текущая корректировка структуры портфеля на основе мониторинга факторов, которые могут вызвать изменение его составных частей.

Совокупность применяемых к портфелю методов и технических возможностей представляет способ управления, который может быть охарактеризован как «активный» и «пассивный».

Первым и одним из наиболее дорогостоящих, трудоемких элементов управления является мониторинг, представляющий собой непрерывный детальный анализ:

- фондового рынка, тенденций его развития;

- секторов фондового рынка;
- финансово-экономических показателей фирмы – эмитента ценных бумаг;
- инвестиционных качеств ценных бумаг.

Таким образом, конечной целью мониторинга является выбор ценных бумаг, обладающих инвестиционными свойствами, соответствующими данному типу портфеля.

Мониторинг является основой как активного, так и пассивного способов управления. Активная модель управления предполагает тщательное отслеживание и немедленное приобретение инструментов, отвечающих инвестиционным целям портфеля, а также быструю смену состава фондовых инструментов, входящих в него.

Отечественный фондовый рынок характеризуется резким изменением котировок, динамичностью процессов, высоким уровнем риска. Все это позволяет считать, что состояние российского фондового рынка адекватно активной модели мониторинга, которая делает управление портфеля эффективным.

Менеджер, занимающийся активным управлением, должен суметь отследить и приобрести наиболее эффективные ценные бумаги и максимально быстро избавиться от низкодоходных активов. При этом важно не допустить снижение стоимости портфеля и потерю им инвестиционных свойств, а следовательно, необходимо сопоставлять стоимость, доходность, риск и иные инвестиционные характеристики «нового» портфеля с учетом вновь приобретенных ценных бумаг и продажи низкодоходных с аналогичными характеристиками имеющегося «старого» портфеля. При этом нельзя не учитывать затраты по изменению состава портфеля, что в определенной степени зависит от формы обмена, или так называемого «свопинга».

Менеджер должен уметь опережать конъюнктуру фондового рынка и превращать в реальность то, что подсказывает анализ. От него требуются смелость и решительность в реализации замыслов в сочетании с осторожностью и точным расчетом. Затраты по активному управлению портфелем довольно высоки.

Какие же формы «свопинга», или обмена старого портфеля на новый, чаще применяют в работе отечественные менеджеры? Поскольку им приходится, как правило, работать с государственными

ценными бумагами, то в основном это «подбор чистого дохода» и «подмена».

Например, при работе с портфелем ОФЗ менеджер постоянно осуществлял «подбор чистого дохода». Он проводится из-за временной рыночной неэффективности; при этом две идентичные облигации обмениваются по ценам, немногим отличающимся друг от друга. В итоге продается облигация с низким доходом, а покупается – с более высоким.

«Подмена» предполагает обмен двух похожих, но не идентичных ценных бумаг, имеющих разные курсовые цены: например, ОФЗ на ОФЗ-ПК. «Сектор-своп» предполагает перемещение ценных бумаг из разных секторов экономики, с различными сроками действия и доходом. При этом особое внимание менеджеров привлекают ценные бумаги, показатели которых заметно отличаются от средних, при получении информации о том, что условия, вызывающие отличия, могут измениться, менеджеры проводят операции купли-продажи с этими фондовыми ценностями.

В случае нестабильности учетной ставки используется метод «предвидения учетной ставки». Он основывается на стремлении удлинить срок действия портфеля, когда учетные ставки снижаются. Высокая конъюнктура фондового рынка диктует необходимость сократить срок существования портфеля: чем больше срок действия портфеля, тем значительнее его стоимость подвержена колебаниям вследствие изменения учетных ставок. Активный мониторинг на спекулятивном, нестабильном рынке представляет непрерывный процесс. Управление портфелем ценных бумаг ориентируется в этом случае на возможные изменения учетной ставки ценных бумаг, входящих в его состав.

Пассивное управление предполагает создание диверсифицированных портфелей с заранее определенным уровнем риска, рассчитанным на длительную перспективу. Такой подход возможен при достаточно эффективном рынке, насыщенном ценными бумагами высокого качества. Продолжительность «жизни» портфеля предполагает стабильность процессов на фондовом рынке.

Во-первых, пассивное управление эффективно лишь в отношении портфеля, состоящего из низкорискованных ценных бумаг, а их на отечественном рынке немного.

Во-вторых, ценные бумаги должны быть долгосрочными для того, чтобы портфель существовал в неизменном состоянии длительное время. Это позволит реализовать основное преимущество пассивного управления – низкий уровень накладных расходов. Динамизм российского рынка не позволяет портфелю иметь низкий оборот, так как велика вероятность потери не только дохода, но и стоимости.

Определенные трудности могут возникнуть и при использовании метода сдерживания портфеля.

Вариант пассивного управления связан с инвестированием в неэффективные ценные бумаги. При этом выбираются акции с наименьшим соотношением цены к доходу, что позволяет в будущем получить доход от спекулятивных операций на бирже.

Выбор тактики управления зависит также от способности менеджера (инвестора) выбирать ценные бумаги и прогнозировать состояние рынка. Если он плохо ориентируется в ценных бумагах или не учитывает время, то ему следует создать диверсифицированный портфель и держать риск на желаемом уровне. Если инвестор уверен, что он в состоянии верно спрогнозировать состояние рынка, ему можно менять состав портфеля в зависимости от рыночных перемен и выбранного им вида управления. Например, пассивный метод управления возможен по портфелю облигаций государственного сберегательного займа. Расчет доходности и колебания рыночных цен с позиции отдельного инвестора представляется малопривлекательным.

Как «активная», так и «пассивная» модели управления могут быть осуществлены или на основе поручения клиента и за его счет, или на основе договора. Активное управление предполагает высокие затраты специализированного финансового учреждения, которое берет на себя решение всех вопросов по купле-продаже и структурному построению портфеля ценных бумаг клиента, управлению имеющихся в его распоряжении средств инвестора. Управляющий осуществляет операции с фондовыми ценностями, руководствуясь своим знанием рынка, выбранной стратегией и т. д. Прибыль будет в значительной степени зависеть от инвестиционного искусства менеджера, а следова-

тельно, комиссионное вознаграждение определяется процентом от полученной прибыли. Данный вид услуг называется «Investment portfolio management treaty», или «договор об управлении портфелем ценных бумаг».

Пассивная модель управления подразумевает передачу денежных средств специализированному учреждению, которое занимается портфельными инвестициями с целью вложения этих средств от имени и по поручению их владельца в различные фондовые инструменты с целью извлечения прибыли. За проведение операций взимается комиссионное вознаграждение. В зарубежной практике операции такого рода носят название «Private banking», или «доверительные банковские операции».

### **8.3. Модели формирования портфеля ценных бумаг**

Основная задача, которую необходимо решить при формировании портфеля ценных бумаг, – распределение инвестором определенной денежной суммы по различным альтернативным вложениям (например, акции, облигации, наличные деньги и др.) так, чтобы наилучшим образом достичь своих целей.

В первую очередь инвестор стремится к получению максимального дохода за счет выигрыша от благоприятного изменения курса акций, дивидендов, получения твердых процентов и т. д. С другой стороны, любое вложение капитала связано не только с ожиданием получения дохода, но и с постоянной опасностью проигрыша, а значит, в оптимизационных задачах по выбору портфеля ценных бумаг необходимо учитывать риск.

В принципе для создания портфеля ценных бумаг достаточно инвестировать деньги в какой-либо один вид финансовых активов. Но современная экономическая практика показывает, что такой однородный по содержанию портфель (недиверсифицированный) встречается очень редко. Гораздо более распространенной формой является так называемый диверсифицированный портфель, т. е. портфель с самыми разнообразными ценными бумагами.

Использование диверсифицированного портфеля элиминирует разброс в нормах доходности различных финансовых активов. Иными

словами, портфель, состоящий из акций столь разноплановых компаний, обеспечивает стабильность получения положительного результата.

Рассмотрим некоторые из известных моделей выбора оптимального портфеля ценных бумаг.

**Модель Марковитца.** Основная идея модели Марковитца заключается в том, чтобы статистически рассматривать будущий доход, приносимый финансовым инструментом, как случайную переменную, т. е. доходы по отдельным инвестиционным объектам случайно изменяются в некоторых пределах. Тогда, если неким образом установить по каждому инвестиционному объекту вполне определенные вероятности наступления, можно получить распределение вероятностей получения дохода по каждой альтернативе вложения средств. Из модели Марковитца следует, что доходы по альтернативам инвестирования распределены нормально.

По модели Марковитца определяются показатели, характеризующие объем инвестиций и риск, что позволяет сравнивать между собой различные альтернативы вложения капитала с точки зрения поставленных целей и тем самым создать масштаб для оценки различных комбинаций.

В качестве масштаба ожидаемого дохода из ряда возможных доходов на практике используют наиболее вероятное значение, которое в случае нормального распределения совпадает с математическим ожиданием.

Г. Марковитц разработал очень важное для современной теории портфеля ценных бумаг положение, которое гласит: совокупный риск портфеля можно разложить на две составные части. С одной стороны, это так называемый систематический риск, который нельзя исключить и которому подвержены все ценные бумаги практически в равной степени. С другой – специфический риск для каждой конкретной ценной бумаги, который можно избежать при помощи управления портфелем ценных бумаг. При этом сумма вложенных средств по всем объектам должна быть равна общему объему инвестиционных вложений (например, часть средств на банковском счете вводится в модель как инвестиция с нулевым риском), т. е. сумма относительных долей  $X_i$  в общем объеме должна равняться единице:

$$\sum_{i=1}^W X_i = 1.$$

Проблема заключается в численном определении относительных долей акций и облигаций в портфеле (значений  $X_i$ ), которые наиболее выгодны для владельца. Г. Марковитц ограничивает решение модели тем, что из всего множества «допустимых» портфелей, т. е. удовлетворяющих ограничениям, необходимо выделить те, которые наиболее рискованны. Это портфели, содержащие при одинаковом доходе больший риск (дисперсию) по сравнению с другими, или портфели, приносящие меньший доход при одинаковом уровне риска.

При помощи разработанного Г. Марковитцем метода критических линий можно выделить неперспективные портфели, не удовлетворяющие ограничениям. В итоге остаются только эффективные портфели, т. е. имеющие минимальный риск при заданном доходе или приносящие максимально возможный доход при заданном максимальном уровне риска, на который может пойти инвестор.

С методологической точки зрения модель Марковитца можно определить как практически нормативную, что, конечно, не означает навязывания инвестору определенного стиля поведения на рынке ценных бумаг. Задача модели заключается в том, чтобы показать, насколько поставленные цели достижимы на практике.

**Индексная модель Шарпа.** Как следует из модели Марковитца, задавать распределение доходов отдельных ценных бумаг не требуется. Достаточно определить только величины, характеризующие это распределение: математическое ожидание, дисперсию и ковариацию, между доходами отдельных ценных бумаг. Все это следует проанализировать до составления портфеля. На практике для сравнительно небольшого числа ценных бумаг возможно произвести расчеты по определению ожидаемого дохода и дисперсии. При определении же коэффициента корреляции трудоемкость весьма велика. Так, например, при анализе 100 акций потребуется оценить около 500 ковариаций.

Для избежания столь высокой трудоемкости У. Шарп предложил индексную модель. Причем он не разработал новый метод составления портфеля, а упростил проблему таким образом, что приближенное решение может быть найдено со значительно меньшими усилиями.

У. Шарп ввел так называемый  $\alpha$ -фактор, который играет особую роль в современной теории портфеля.

В индексной модели Шарпа используется тесная (и сама по себе нежелательная из-за уменьшения эффекта рассеивания риска) корреляция между изменением курсов отдельных акций. Предполагается, что необходимые входные данные можно приблизительно определить при помощи всего лишь одного базисного фактора и отношений, связывающих его с изменением курсов отдельных акций. Предположив существование линейной связи между курсом акции и определенным индексом, можно при помощи прогнозной оценки значения индекса определить ожидаемый курс акции. Помимо этого, можно рассчитать совокупный риск каждой акции в форме совокупной дисперсии.

**Киселев Александр Борисович**

**РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ**

**Учебное пособие**

Редактор О. А. Салтымакова

Подписано в печать 27.07.2020. Формат 60×84/16

Бумага офсетная. Гарнитура «TimesNewRoman». Уч.-изд. л. 7,4

Тираж 100 экз. Заказ.....

Кузбасский государственный технический университет  
имени Т. Ф. Горбачева, 650000, Кемерово, ул. Весенняя, 28

Издательский центр УИП Кузбасского государственного технического  
университета имени Т. Ф. Горбачева, 650000, Кемерово, ул. Д. Бедного, 4а