

ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РФ

**ОТДЕЛЕНИЕ ДИСТАНЦИОННОГО (ЗАОЧНОГО)
ОБУЧЕНИЯ И ЭКСТЕРНАТА**

**КАФЕДРА ЦЕННЫХ БУМАГ И ФИНАНСОВОГО
ИНЖИНИРИНГА**

Я.М.МИРКИН

Рынок ценных бумаг

Учебное пособие

Москва, 2002

<i>Содержание</i>		<i>Стр.</i>
	Введение	4
1.	Рынок ценных бумаг: структура и инструменты	5
1.1.	Основы функционирования рынка	5
	Понятие ценных бумаг	5
	Фундаментальные свойства ценных бумаг	6
	Эмиссионные ценные бумаги	9
	Понятие и функции рынка ценных бумаг	10
	Структура рынка ценных бумаг	11
	Ключевые параметры российского рынка ценных бумаг в 90-е г.г.	13
	Модель рынка ценных бумаг	15
	Смешанные модели	19
	Место российского рынка в мировой иерархии фондовых рынков	21
1.2.	Инструменты рынка ценных бумаг	22
	Общая классификация ценных бумаг	22
	Акции	24
	Разновидности акций	27
	Депозитарные расписки	29
	Корпоративные облигации	30
	Разновидности облигаций	31
	Государственные и муниципальные ценные бумаги	32
	Прочие ценные бумаги, используемые в российской практике	34
	Параметры российского рынка долговых ценных бумаг	37
1.3.	Эмитенты и инвесторы	39
	Классификация эмитентов по задачам, решаемым ими на рынке ценных бумаг	39
	Классификация инвесторов	45
2.	Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг	56
2.1.	Инвестиционные банки	56
	Понятие инвестиционного банка	56
	Брокерская и дилерская деятельность	60
	Андеррайтинг	60
	Доверительное управление ценными бумагами	66

	Инвестиционное консультирование и прочие операции	67
	Структура инвестиционного банка	68
2.2.	Организованные рынки	69
2.3.	Регулятивная инфраструктура рынка ценных бумаг	77

Введение

Цель этой книги – максимально ясно и технично изложить основы организации рынка ценных бумаг в соответствии с государственным стандартом высшего образования по специальности «Финансы и кредит» (специализация «Ценные бумаги и биржевое дело»).

Учебное пособие предназначено в первую очередь для образовательных программ на основе дистанционного обучения. Пособие может быть также использовано в программах высшего образования по специализации «Ценные бумаги и биржевое дело» (очная и очно-заочная формы обучения).

Учебное пособие является частью учебно-методического комплекса по дистанционному обучению, в который входят работы проф. Б.В. Сребника «Методические рекомендации по изучению дисциплины и задания для контрольных работ» (Москва, Финансовая академия при Правительстве РФ, 2002г.) и учебное пособие доц. И.А.Гусевой «Практические задания по курсу «Рынок ценных бумаг» (Москва, Финансовая академия при Правительстве РФ, 2002г.).

Автор будет благодарен читателям за замечания и уточнения, направленные в адрес кафедры ценных бумаг и финансового инжиниринга Финансовой академии при Правительстве РФ.

Контактный адрес: Москва, ул. Кибальчича, д.1, кафедра ценных бумаг и финансового инжиниринга. Тел.факс 215-96-24, e-mail - zb@fa.ru.

Материалы по дистанционному обучению опубликованы на сайте

www.mirkin.ru

Глава 1. Рынок ценных бумаг: структура и инструменты

Раскрывается понятие ценных бумаг и их фундаментальные свойства, определяются особенности эмиссионных ценных бумаг. Дается характеристика рынка ценных бумаг, его функций, структуры и основных моделей, используемых в зарубежной и российской практике. Приводится подробная классификация ценных бумаг, разновидностей акций, облигаций и других долговых ценных бумаг. Определяются виды эмитентов и инвесторов, раскрываются их основные экономические и управленческие интересы и потребности, конфликты интересов. Рассматривается корпоративное управление как метод урегулирования конфликтов интересов в акционерном обществе.

1.1. Основы функционирования рынка

Понятие ценных бумаг

Ценные бумаги – документы установленной формы, являющиеся свидетельством об участии в корпоративной собственности (акции) или о долговом обязательстве (например, облигации). Могут также существовать *бездокументарные ценные бумаги* (в форме электронного документа, записи по счетам).¹ Как правило, обладают *обращаемостью* и являются товаром на одном из самых сложных, объемных и изолированных рынков - рынке ценных бумаг. С юридической точки зрения ценные бумаги являются *вещью*, *движимым имуществом*, с позиции экономиста – *активом*, инструментом перераспределения денежных ресурсов в рыночном хозяйстве.

Ценные бумаги закрепляют *имущественные права* (например, право собственности, право на взыскание долга и процентов, право получения дивидендов), реализация которых или передача возможны только при предъявлении ценной бумаги. С передачей (например, покупкой – продажей) ценной бумаги переходят все удостоверяемые ею права. Ценные бумаги могут закреплять также *личные неимущественные права* (например, права

¹ Ценная бумага существует в виде записи в учетном регистре, которая содержит все необходимые реквизиты ценной бумаги (эмитент, сумма, сроки, держатель, процент и т.п.). При купле-продаже ценной бумаги, дарении, передаче, погашении и т.п. она перемещается не путем передачи бумажного сертификата (его не существует), а путем совершения проводок по счетам и записей в учетных регистрах

акционера на участие в управлении акционерным обществом, в т.ч. право участия в общем собрании акционеров, право голоса на собрании акционеров)

Ценные бумаги как права на ресурсы. Почти все, что окружает в жизни людей, и сама их деятельность могут рассматриваться как ресурсы и являться объектом собственности, использования и т.п. Имущественные права на эти ресурсы могут отделяться от них и существовать в самостоятельной вещной форме - в виде ценных бумаг. Каждому виду ресурсов соответствуют свои ценные бумаги, которые, в свою очередь, могут являться предметом собственности, покупаться и продаваться, быть переданными в залог и т.п.

Вид ресурсов	Соответствующие ценные бумаги
Земля	- Закладная, ипотечная облигация
Недвижимость	- Закладная, ипотечная облигация, приватизационный чек, жилищный сертификат
Имущественный комплекс	-Акция
Продукция	- Коносамент, складское свидетельство
Деньги	- Облигация, нота, вексель, депозитный сертификат, чек, коммерческие бумаги и т.п.

Фундаментальные свойства ценных бумаг

Нет основания считать ценными бумагами такие «права на ресурсы», как контракт на покупку-продажу дома, поставку товаров, договор аренды оборудования и т.п. Условия этих сделок носят индивидуальный и разовый характер, а передача прав, возникающих из них, может быть обеспечена только составлением нового договора или переводом прав требования, а не продажей уже заключенного контракта.

Иначе говоря, в качестве ценных бумаг признаются только такие «права на ресурсы», которые отвечают следующим фундаментальным требованиям:

- *обращаемость*
- *доступность для гражданского оборота*
- *стандартность*
- *документальность*
- *регулируемость и признание государством*
- *рыночность*

- раскрытие информации
- ликвидность
- риск
- доходность

Обращаемость - способность ценной бумаги покупаться и продаваться на рынке, а также во многих случаях, выступать в качестве самостоятельного платежного инструмента, облегчающего обращение других товаров.

Доступность для гражданского оборота - способность ценной бумаги не только покупаться и продаваться, но и быть объектом других гражданских отношений, включая все виды сделок (займа, дарения, хранения, комиссии, поручения и т.п.).

Стандартность - ценная бумага преимущественно имеет стандартное содержание (стандартность прав, которые предоставляет ценная бумага, стандартность участников, сроков, мест торговли, правил учета и других условий доступа к указанным правам, стандартность сделок, связанных с передачей ценной бумаги из рук в руки, стандартность формы ценной бумаги и т.п.). Именно стандартность делает ценную бумагу товаром, способным обращаться.

Индивидуальный нестандартный контракт ограничен рамками той сделки, в которой он совершен. Он не может обращаться. Для передачи прав по этому контракту необходимо заключение нового договора на индивидуальных условиях.

Документальность. Ценная бумага - это всегда документ, независимо от того, существует ли она в форме бумажного сертификата или в безналичной форме записи по счетам.

Документальность придает окончательный, "материальный" облик товару, называемому ценной бумагой. Только документ может зафиксировать стандартные условия ее обращения и использования, обеспечить многократный переход ценной бумаги из рук в руки, как одного и того же товара, стать

доказательством правомочности доступа инвестора к правам, предоставляемым ценной бумагой.

Согласно установившейся правовой практике, ценная бумага, как документ, должна содержать все предусмотренные законодательством обязательные реквизиты². Отсутствие хотя бы одного из них влечет недействительность ценной бумаги, или переводит данный документ из разряда ценных бумаг в разряд иных обязательственных документов. Например, отсутствие хотя бы одного обязательного реквизита может сделать вексель недействительным или перевести его в разряд долговой расписки, отношения по которой регулируются вместо вексельного - общегражданским законодательством.

Регулируемость и признание государством. Ценные бумаги должны быть признаны государством в качестве таковых, что должно обеспечить раскрытие информации, четкие правила выпуска и обращения, необходимый надзор государства и, соответственно, снижение рисков и доверие публики к ним.

Рыночность. Обращаемость указывает на то, что ценная бумага существует только как особый товар, который, следовательно, должен иметь свой рынок с присущей ему организацией, правилами работы на нем и т.д.

Должны в основной массе принадлежать рынку, быть товарами и те ресурсы, правами на которые являются ценные бумаги. Например, в той мере, в какой ограничен свободный рыночный оборот земли и недвижимости, в той же мере будет неразвит и рынок закладных.

Раскрытие информации. Инвестирование в ценные бумаги на честной и справедливой основе становится возможным только в том случае, если инвесторы, выходящие на рынок, получают равный доступ к информации, если эмитенты ценных бумаг будут обязаны раскрывать всю информацию, которая может оказывать материальное влияние на рыночный курс ценной бумаги.

²Гражданский кодекс РФ, Часть первая, ст.144.

Ликвидность - способность ценной бумаги быть быстро проданной и превращенной в денежные средства (в наличной и безналичной форме) без существенных потерь для держателя, при небольших колебаниях рыночной стоимости и издержках на реализацию.

Если рынок отказывается признать ее ликвидность, реальность выраженных ею прав, то ценная бумага превращается в ничего не стоящий бумажный клочок.

Риск - возможности потерь, связанные с инвестициями в ценные бумаги и неизбежно им присущие. Финансовая, денежная сфера, как вторичная, производная от реального производства, еще в большей мере, чем производственный сектор, чувствительна к вероятностным воздействиям неблагоприятных факторов.

Обязательность исполнения. По российскому законодательству, не допускается отказ от исполнения обязательства, выраженного ценной бумагой, если только не будет доказано, что ценная бумага попала к держателю неправомерным путем.

Доходность. Инвесторы обычно рассматривают ценные бумаги в качестве финансовых активов, приносящих доход. Соответственно, доходность рассматривается обычно инвесторами в качестве необходимого атрибута ценной бумаги.

Эмиссионные ценные бумаги

В составе ценных бумаг важнейшей группой являются **эмиссионные ценные бумаги**, обладающие свойством **серийности**. Такие ценные бумаги эмитируются **выпусками**, т.е. однородными сериями, классами. Ценные бумаги в таком выпуске имеют одинаковые условия эмиссии (первичного размещения), один и тот же государственный регистрационный номер, предоставляют их владельцам равные по объемам и срокам права, полностью стандартны в сравнении друг с другом.

Эмиссионными ценными бумагами являются *акции, облигации* или иные ценные бумаги, признаваемые государством в качестве эмиссионных. Именно они, в силу легкости обращения, формируют *организованные рынки ценных бумаг*.

Понятие и функции рынка ценных бумаг

Рынок ценных бумаг является рынком, на котором осуществляется перераспределение денежных ресурсов между их поставщиками (инвесторами) и потребителями (эмитентами) на основе обращения ценных бумаг в качестве товара. В свою очередь, это определяет функции рынка ценных бумаг в макроэкономике, механизм ценообразования, состав участников рынка, сегментацию, порядок функционирования, правила регулирования и т.п.

Функции рынка ценных бумаг сводятся к следующему: а) перераспределение денежных ресурсов на цели инвестиций, б) перераспределение («покупка – продажа») финансовых рисков, в) раскрытие и перераспределение информации о финансовых рисках, доходности и ликвидности, влияющей на инвестиционные решения, д) индикация состояния экономики и ее финансового сектора, е) определение курсов ценных бумаг (ценообразование на фондовые инструменты).

Соотношение с другими видами рынков. Очень важно правильно соотносить рынок ценных бумаг с такими видами рынков, как рынок капиталов, денежный рынок, финансовый рынок и т.д. Прежде всего, традиционно на этих рынках представлено движение **денежных ресурсов**.

В принятой в отечественной и международной практике терминологии:³

Финансовый рынок = денежный рынок + рынок капиталов

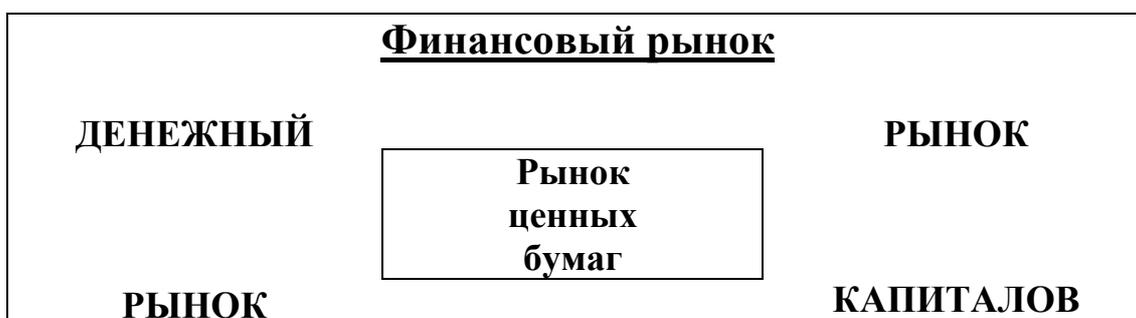
³ World Bank Glossary. - Washington: The World Bank. - 1991. - p. 43.

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

Рынок ценных бумаг является *сегментом* финансового рынка (как денежного рынка, так и рынка капиталов), который также включает движение прямых банковских кредитов, рынок депозитов, торговлю валютой, перераспределение денежных ресурсов через страховую отрасль, обращение пенсионных полисов, внутрифирменные кредиты и т.д. (см. *схему 1*)

Понятия *фондового рынка* и *рынка ценных бумаг* совпадают.

Схема 1



Структура рынка ценных бумаг

Основные компоненты любого рынка ценных бумаг – это:

-*эмитенты* (лица, испытывающие недостаток в денежных ресурсах и привлекающие их на основе выпуска ценных бумаг). В случае неэмиссионных ценных бумаг - это лица, выдающие ценные бумаги (векселедатели, чекодатели)

-*финансовые посредники – брокерско – дилерские компании*, через которых осуществляется перераспределение свободных денежных средств от инвесторов к эмитентам ценных бумаг. Они действуют за счет и в интересах клиентов, покупая и продавая для них ценные бумаги, либо за свой счет, поддерживая ликвидность рынка, открывая двусторонние котировки либо выступая в качестве инвесторов

-инвесторы (лица, обладающие излишками денежных средств и вкладывающие их в ценные бумаги) – а) **розничные инвесторы** – население, б) **корпоративные инвесторы** – предприятия, обладающие свободными денежными средствами, в) **институциональные инвесторы** – предприятия, у которых излишки денежных средств возникают в силу характера их деятельности (инвестиционные фонды, пенсионные и благотворительные фонды, страховые компании, корпоративные инвестиционные планы и т.п.)

-неорганизованные (стихийные, уличные) и **организованные рынки ценных бумаг**, включающие **фондовые биржи** (в классическом смысле - централизованные рынки для лучших ценных бумаг и наиболее крупных эмитентов), **внебиржевые торговые системы** (обычно рынки для финансирования инновационных отраслей, на которых обращаются ценные бумаги худшего качества и которые основаны на сетях дилеров, открывающих двусторонние котировки) и **альтернативные торговые системы** (компьютерные рынки, находящиеся в частном владении брокеров - дилеров)

-регулятивная инфраструктура - органы государственного регулирования и надзора (это может быть самостоятельная комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам, министерство финансов, центральный банк, смешанные модели государственного регулирования) и **саморегулируемые организации (СРО)** – объединения профессиональных участников рынка ценных бумаг, которым государством передана часть регулирующих функций; **законодательная инфраструктура** (законодательство о рынке ценных бумаг, акционерных обществах, антимонопольном контроле на рынке финансовых услуг, правила и стандарты саморегулируемых организаций, нормы делового оборота, правовые прецеденты, юридические компании, специализирующиеся в области ценных бумаг; **этика** фондового рынка

-другие виды инфраструктуры рынка ценных бумаг – а) **инвестиционные консультанты** (компании, осуществляющие консультационные услуги по поводу совершения сделок с ценными бумагами и

организации финансирования), б) **информационная инфраструктура** (финансовая пресса, специализированные базы данных по ценным бумагам, об эмитентах, государственный центральный фонд хранения и обработки информации, информационные агентства, интернет – компании, специализирующиеся на обработке данных о ценных бумагах), в) **оценочная и аналитическая инфраструктура** (компании, специализирующиеся на аналитической обработке информации о фондовом рынке, **рейтинговые агентства** (компании – оценщики кредитного риска, связанного с ценными бумагами), **оценщики** (компании – оценщики стоимости ценных бумаг и других активов), г) **регистраторская инфраструктура** (регистратор – организация, занимающаяся регистрацией владельцев ценных бумаг и перехода прав собственности), д) **депозитарная, трансфер – агентская, расчетно – клиринговая и учетная инфраструктура** (хранение ценных бумаг, сбор, централизация и передача информации о совершенных сделках регистраторам, вычисление и зачет взаимных обязательств по совершенным сделкам с ценными бумагами, денежные расчеты по операциям на фондовом рынке, расчеты ценными бумагами (их перевод, поставка), инкассация дивидендов, процентов и других денежных обязательств, связанных с ценными бумагами, совершение технических операций, связанных с обменом, заменой, погашением ценных бумаг, иными, чем купля-продажа, имущественными действиями с ними, специализированный аудит и т.д.), е) **технологическая инфраструктура** (технологическое обеспечение и разработчики технологий, поддерживающих фондовый рынок, операции на нем, и инфраструктуру рынка).

Ключевые параметры российского рынка ценных бумаг в 90-е г.г.

В 90-е годы в России была создана **современная инфраструктура** рынка ценных бумаг, которая позволяет перераспределять с его помощью долгосрочные инвестиции на **цели модернизации реального сектора**. На рынке ценных бумаг получен первый опыт оценки и передачи прав собственности, улаживания конфликтов интересов, привлечения предприятиями денежных ресурсов на цели развития. Сложилась смешанная модель организации рынка ценных бумаг, которая может сочетать **преимущества**

универсального банковского дела и **выгоды** специализации брокерско-дилерских компаний и инфраструктуры рынка ценных бумаг.

До осени 1997 г. рынок ценных бумаг быстро наращивал свою **операционную способность**. Так, постоянно увеличивалось число инвестиционных институтов, всё более заметной становилась их диверсификация (см. **табл. 1.1**), всё более широким был круг обращающихся ценных бумаг.

Таблица 1.1*
Динамика численности инвестиционных институтов в РФ

Показатели	Октябрь 1993 г.	Октябрь 1994 г.	Апрель 1995 г.	Апрель 1997 г.
Всего инвестиционных институтов в Российской Федерации	1023	2734	3176	5045
в %	100	100	100	100
Из них, в %				
— совмещающие лицензии финансового брокера и инвестиционного консультанта	62,0	51,8	50,9	50,2
— совмещающие лицензии финансового брокера, инвестиционной компании и инвестиционного консультанта	23,9	35,3	36,8	36,9

*Показатели получены расчетным путем на основании данных Минфина РФ по состоянию на октябрь 1993 г. и 1994 г., апрель 1995 г., апрель 1996—1997 г.

После кризиса осени 1997 г. - лета 1998 г. рынок сохранил ключевые торговые системы, основных игроков и, соответственно, эластичность к масштабному изменению объемов капиталов, проходящих через него.

Операционная способность и эластичность рынка лучше всего характеризуются данными за **1995 г.** (начало разогрева рынка), **1997 г.** (пик) и **август 1998 - 1999 г.г.** (холодный, резко сузившийся рынок (см. **табл. 1.2**). Были сохранены и продолжали развиваться две национальные торговые системы - Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ) и РТС, выжили наиболее крупные и успешные игроки (см. **табл. 1.2**), устояла и была укрупнена инфраструктура российского фондового рынка (примерно 110 регистраторов, более 100 депозитариев (конец 1999 г.) при создании государством центрального депозитария и др.). Кризис содействовал «естественному отбору».

Таблица 1.2⁴
Динамика ключевых показателей рынка ценных бумаг России

⁴ Рассчитано на основе данных Банка России, ФКЦБ России, ММВБ, РТС.

Показатель	1995 (октябрь)	1997 (сентябрь)	1999 (октябрь)	2000 (октябрь)	2001 (декабрь)
Динамика рынка акций (индекс РТС), % на конец месяца, 1.09.95 = 100, значение закрытия	100 (начало сентября 1995)	572 (исторический максимум – 6.10.97)	98	189	260
Капитализация биржевых и организованных внебиржевых рынков акций, млрд. долл.*	5-8	60-65	около 20	45-47	70-72
Объем торгов акциями в год, млрд. долл.**	0.2 (сент. – дек.)	16.7–17.0	5.7	23.5	29.0 – 29.3
Количество эмитентов, с акциями которых совершаются сделки, шт.*	70-80	260-300	350-400	300-350	370-400
■ котировальные листы	x	100-120	50–60	30-35	30-35
■ вне котировальных листов	x	160-180	310-350	280-320	340-370
Количество брокерско - дилерских компаний (данные ФКЦБ России), на конец месяца, шт.***	3176 (апрель 1995)	5045 (апрель 1997)	1628 (июнь 1999)	924 (декабрь 2000)	618
Количество кредитных организаций, имеющих право на осуществление банковских операций (данные Банка России), на конец месяца, шт.	2295 (декабрь 1995)	1764	1375	1320	1320 (октябрь 2001)
Фондовые биржи и организованные внебиржевые рынки, на которых концентрируется более 90% объема торгов, шт.	2 (Москва)	3 (Москва)	3 (Москва)	3 (Москва)	3 (Москва)

*ММВБ, РТС, МФБ (экспертная оценка по данным бирж).

**1995- экстраполяция данных за октябрь- декабрь 1995 г.

***Количество брокерско – дилерских компаний, обладающих действительной лицензией на ведение брокерской деятельности на рынке ценных бумаг (определено по данным ФКЦБ России, за вычетом числа банков, обладающих брокерской лицензией).

Сохранились **основные рынки** - Москва (более 90% рынка ценных бумаг), Санкт- Петербург (2-5%), Екатеринбург (Урал), Новосибирск (Сибирь) и Казань и Нижний Новгород (Поволжье).

Модели рынка ценных бумаг

Рыночные экономики демонстрируют различные **модели рынка ценных бумаг**. Чем более **дробной, розничной** является собственность, тем ближе мы к **англо-американской модели**, к рисковому финансированию экономического роста через акции, к подавленной роли долговых обязательств, к крайней диверсификации финансовых инструментов и институтов, к вытеснению банков как собственников и операторов фондового рынка. И, наоборот, чем более **оптовой**, состоящей из крупных кусков и контрольных пакетов является в стране **структура акционерных капиталов**, тем большую роль, как собственники предприятий, играют банки, тем более «долговой характер» носит экономика и тем менее значимы рынок акций и небанковские финансовые посредники. Анализ влияния структуры собственности на фондовые рынки содержится в **таблице 1.3**.

Таблица 1.3*

Расширенная характеристика связи структуры собственности с параметрами фондового рынка

	США	Великобритания	Япония	Франция	Германия
Структура акционеров (доли акционерных капиталов, находящиеся в собственности), %, конец 1995 г.					
Государство	-	0.2	0.5	3.4	4.3
Население	36.4	29.6	22.2	19.4	14.6
Институциональные инвесторы, связанные с населением (в т.ч. инвестфонды, пенсионные фонды и страховые компании)	44.3	50.1	22.5	3.9	20.0
Корпоративные инвесторы,	19.3	20.1	54.8	73.3	61.1
в т.ч. банки	0.2	2.3	13.3	4.0	10.3
Параметры фондовых рынков, конец 1996 г.					
Капитализация биржевых рынков акций / ВВП, %	117.2	151.0	60.0	38.5	28.4
Премия за голос, % (оценка 1998 г.)**	10.47	13.30	н/д	51.35	28.15
Внутренний кредит / Капитализация биржевых рынков акций, %	67.2	86.4	198.5	266.0	479.0
Рыночная стоимость непогашенных облигаций внутренних эмитентов на биржевых рынках / Капитализация биржевых рынков акций, %	33.1	44.4	122.8	148.8	285.6
Рыночная стоимость непогашенных долговых ценных бумаг внутренних эмитентов по данным BIS / Капитализация биржевых рынков акций, %	137.0	41.7	153.7	210.0	279.7
Количество компаний-внутренних эмитентов, чьи акции прошли листинг на фондовой бирже (1998)	2278	1957	1838	914	741
Доля банков в финансовых активах страны, %***	26.0	53.0	н / д	70.0	76.0

*Deutsches Aktieninstitut e.V. DAI - Factbook 2000 (Section 08.6-4); FIBV Annual Reports, IFC Emerging Stock Markets Factbooks, IMF – IFS, BIS Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments.

** Как подчеркивает С.Лосев, ценность права голоса или премия за голос акционера определяется “как процентное отношение разницы между ценой обыкновенной акции и привилегированной акции одинакового номинала к цене обыкновенной акции” (цит. по: Лосев С.В. Эмиссия корпоративных ценных бумаг и транзакционные издержки: международный опыт и российская практика / Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2001. – С. 81). Соответственно, “в странах с германской моделью особая роль...принадлежит концентрированной собственности, что повышает важность голоса и ведет к относительному удорожанию обыкновенных акций в сравнении с привилегированными на размер премии за голос” (цит. соч. С. 81). Приведенные в настоящей таблице данные цитируются по диссертации С.Лосева (С. 82), оригинальный источник: Muus Christian K. Non-voting shares in France: An empirical analysis of the voting premium. – Frankfurt: Johann Wolfgang Goethe University, 1998.

*** Источник: White William R. The Coming Transformation of Continental European Banking? – Basle: Bank for International Developments. – Working Papers №54. – 1998, June. – p. 28.

Очевидно, что **англо-американская модель** финансирования хозяйства, основанная на раздробленных акционерных капиталах («*shareholder capitalism*»), массовости розничных инвесторов в акции и преобладании рынков акций над долговыми обязательствами в структуре финансирования во многом противоположна **долговым экономикам Японии, Франции и Германии**, основанным на так называемом «*stakeholder capitalism*» (**капитализме «держателей крупных пакетов акций»**) и рынках долговых обязательств.

Англо-американская модель рынка ценных бумаг. В **англо-американской модели** существенно **выше** в структуре собственности **доля розничных инвесторов** и представляющих их институтов коллективного инвестирования; **ниже** **доля собственности государства** и крупных

корпоративных структур или банков; существенно *меньшее значение* в составе акционерных капиталов имеют *контрольные пакеты*. Обеспечивается высокая степень дробности в собственности на акционерные капиталы. Важнейшим *стимулом* и источником доходов для акционеров и менеджмента является *повышение рыночной стоимости компаний, выявляемое на открытом рынке акций*. Англо-американская модель традиционно отличается большей *открытостью*, меньшим провинциализмом (меньше ограничений на трансграничное движение капиталов, конвертируемость валюты, свободнее доступ иностранных эмитентов, инвесторов и финансовых посредников). При этом на либерализованных рынках возникает *сильный государственный надзор*, обеспечивающий честное ведение бизнеса и снижение рисков.

Всё более высокой становится насыщенность хозяйственного оборота денежными ресурсами (*монетизация*). Возникает устойчивая тенденция к *диверсификации* структуры финансового рынка, росту его объемов, позитивной конъюнктуре цен, снижению рисков, возникновению новых сегментов и инновационных финансовых продуктов. Рынок ценных бумаг становится массовым, ликвидным, он во всё большей мере приобретает международный характер. *Фондовый рынок становится основным источником инвестиций в реальный сектор* (доля банковских кредитов в финансировании сокращается). *Наиболее крупным сегментом* рынка ценных бумаг становится *рынок акций*, долговые инструменты начинают носить подчиненный характер. Начинают быстро нарастать ресурсы институтов коллективного инвестирования; всё более крупными и устойчивыми становятся банки и другие финансовые институты; *доля* коммерческих и сберегательных *банков* и традиционных банковских продуктов в финансовых активах, в структуре финансирования хозяйства *быстро снижается*. Финансирование венчурных проектов – новых компаний, несущих на себе высокие уровни риска – в значительной мере осуществляется через рынок акций. Характерно *большее отделение* коммерческих банков от рынка корпоративных ценных бумаг, страховых продуктов и др. Финансовые институты являются более *специализированными* в сравнении с моделью универсального банковского дела в Германии и в целом в континентальной Европе, широко используется *концепция специализированных банков*

(например, инвестиционных банков или, что то же самое, брокерско – дилерских компаний).

Германская модель рынка ценных бумаг. В германской модели существенно *ниже* в структуре собственности *доля розничных инвесторов* и представляющих их *институтов коллективного инвестирования*; *выше* доля собственности *государства* и *крупных корпоративных структур*; существенно большее значение в составе акционерных капиталов имеют *контрольные пакеты* и *вертикальные участия*. Соответственно, важнейшую роль начинают играть *банки* как *крупные инвесторы в акционерные капиталы* хозяйства. Повышение рыночной стоимости компании на открытом рынке не является важнейшей целью менеджмента, *большее внимание* отдается *росту объемов, производительности, качеству продукции*.

Несмотря на то, что все атрибуты рыночной экономики налицо, *степень централизации* в принятии решений, роль в этом государства и немногих крупнейших собственников, масштабы административного вмешательства и размеры государственной собственности *выше*, чем в англо-саксонской модели.

Финансовое посредничество в рамках германской модели осуществляется на основе «континентального банковского дела» или, что то же самое, «*универсального банковского дела*»). Традиционно делается *большой акцент* на денежные ресурсы, находящиеся внутри страны, и *внутренний финансовый рынок*. *Высока роль банков как акционеров* промышленных и других нефинансовых компаний, при этом значимая часть предприятий подконтрольна банкам или их группам.

Финансовый рынок носит преимущественно *долговой характер* (банковский кредит, облигации) при том, что рынок акций имеет подчиненное значение. Инновационная функция финансового рынка - финансирование венчурных проектов – осуществляется, в основном, не через акции, а через долговые инструменты. *Выше доля* коммерческих банков в *финансовых активах* страны. *Банки* являются *универсальными*, действуя как на рынке традиционных банковских продуктов (кредиты, депозиты, расчеты), так и в

качестве *профессиональных участников на рынке ценных бумаг* (создавая при этом часто специализированные филиалы и дочерние компании по операциям с ценными бумагами, прежде всего на центральных рынках Франкфурта и Лондона). *Институты коллективного инвестирования* (представляющие, в конечном счете, розничных инвесторов) играют относительно *меньшую роль*, чем в англо-саксонской модели. *Структура финансовых продуктов проще*, чем в англо-саксонской модели, *финансовые рынки менее диверсифицированы* и носят менее инновационный характер.

Смешанные модели

В реальной жизни, особенно в рамках интернационализации хозяйственной жизни, непрерывно происходит *сближение* рассмотренных *моделей индустриальной рыночной экономики* и, соответственно, становится всё существеннее *схожесть* или даже *совпадение организации финансовых рынков*. Так, и *США*, и *Германия* показывают примеры *конвергенции* двух систем финансирования хозяйства.

С начала 90-х г.г. в *Германии* придают огромное значение расширению рынка акций и прежде всего его международной компоненты, финансированию через него венчурных компаний, усилению надзора за банками - профессиональными участниками рынка, преодолению конфликтов интересов и понижению рисков, возникающих на рынке ценных бумаг, и защите прав инвесторов. Осуществлена *адаптация германского законодательства* в области ценных бумаг к *директивам ЕС*, которые, в свою очередь, максимально учитывают опыт США в раскрытии информации, обеспечении честных торговых практик, предотвращении манипулирования и инсайдерской торговли. Постоянно *растет* и является самой высокой в мире *доля иностранных эмитентов на Франкфуртской фондовой бирже* (в 1998 г. 79% численности компаний, прошедших листинг)⁵, с 1992 г. *осуществляется концепция создания во Франкфурте нового мирового финансового центра* (Finanzeplatz Deutschland) (в контексте конкуренции с Лондоном и Парижем) и

⁵ International Federation of Stock Exchanges Annual Report 1998.- Paris: FIBV.-1999.- p.68

политика слияний и объединений с другими иностранными центрами торговли финансовыми активами (проекты EUREX, Паневропейской биржи, Euronext). При этом возникает тенденция к *диверсификации* профессиональных участников финансового рынка и финансовых инструментов. С конца 90-х г.г. начинается массовый *переход крупных германских компаний на именные акции* вместо предъявительских с тем, чтобы иметь возможность взять капиталы на самых крупных рынках капиталов в США, соответствовать привычным требованиям американских инвесторов к акциям. Осуществляется проект *создания так называемых новых рынков*,⁶ через которые молодые компании роста могли бы привлекать средства для своего развития у международных инвесторов (обязательное ведение отчетности по международным стандартам, на английском языке) и т.д.

С другой стороны, в США во всё большей мере с конца 70-х г.г. *коммерческие банки осуществляют операции на рынке корпоративных ценных бумаг* и возникает тенденция к созданию *финансовых холдингов*, в которых дочерними компаниями банков станут фирмы, торгующие ценными бумагами (так называемые «корпорации с полным набором финансовых услуг») и, наоборот, будет создан новый тип банков (так называемых «оптовых банков»), контролирующими собственниками которых станут брокерско-дилерские фирмы. Соответствующее законодательство, разрешающее финансовые холдинги, принято в США в ноябре 1999 г.

Эта тенденция *конвергенции* является международной. По оценке, из *более чем 30* наиболее *развитых страновых рынков* ценных бумаг примерно *40-45%*- рынки с «китайской стеной» между коммерческим и инвестиционным банковским делом (англо-саксонская модель), *40-45%*- смешанные рынки и *10-15%*- носят чисто банковский характер (германская модель). Анализ *более 50 формирующихся рынков* показал, что *смешанные рынки*, на которых обороты банков могут доходить до 75% их объемов, составляют 50-51% от общего их

⁶ Neuer Markt (Германия, 1997 г.) в рамках Euro.NM - сеть европейских рынков роста (1996 г.), в т.ч. Neuvieu Marche – Франция (1996 г.), EURO.NM Belgium – Бельгия (1997 г.), NMax-Нидерланды (1997 г.), Nuovo Mercato – Италия (1999 г.) при конкуренции с AIM (Alternative Investment Market)- Великобритания (1995 г.), EASDAQ (European Association of Securities

числа, *брокерские рынки*, на которых значительную долю занимают *дочерние компании иностранных банков* – 20 – 22%, *брокерские рынки*, на которых преобладают, по оценке, *местные брокерские компании* – 27 – 30%.

Российская модель рынка ценных бумаг. В начале 90-х г.г. стихийно в России была выбрана смешанная модель фондового рынка, на котором одновременно и с примерно равными правами присутствуют и коммерческие банки, и небанковские брокерско – дилерские компании. Это – европейская модель *универсального коммерческого банка*, не предполагающая объемных ограничений на операции с корпоративными ценными бумагами, модель банка, способного иметь крупные портфели акций нефинансовых предприятий.

Кроме того, в 90-х г.г. российский фондовый рынок удивительным образом повторил *основные черты рынка до 1917 г.*: а) преобладание банков, б) долговой характер и незначительная роль акций, в) сильное влияние государства и слишком значительная доля государственных ценных бумаг, г) схожесть с германской моделью. «Исторически наши фондовые биржи являются органами банков... Самостоятельные русские эмиссии мыслимы только при непосредственном участии банков».⁷

Место российского рынка в мировой иерархии фондовых рынков

После 70-летнего перерыва российский рынок ценных бумаг смог создать развитую технологическую и регулятивную инфраструктуру, ввести в обращение значительное количество видов ценных бумаг и – по разным оценкам – занять *27 – 32 место* в мировой иерархии рынков, ранжированных по объемам оборотов и стоимости массы ценных бумаг, находящихся в обращении. Так, с точки зрения капитализации рынка акций *прогноз* позиций фондового рынка России в ближайшие годы выглядит следующим образом (*табл. 1.4*).

*Таблица 1.4**

Dealers Automated Quotation System (1996 г.) и рынками акций “малой капитализации” (small caps) в США

⁷⁷Боголепов М.И. Биржи и банки // Банковская энциклопедия/ Под ред. проф. Л.Н.Яснопольского. – Киев: Изд – во Банковской энциклопедии. – 1913 . – С.513

**Место России в мировой иерархии фондовых рынков
(по показателю оборотов по сделкам с акциями)**

	Рынки акций (по данным за 1999 – 2000 гг.)		Число рынков	
	Развитые рынки	Формирующиеся рынки	Разви- тых	Формиру- ющихся
Рынки акций, обороты которых превосходят российский рынок акций	Австралия, Бельгия, Великобритания, Германия, Дания, Испания, Италия, Канада, Нидерланды, Норвегия, Португалия, Сингапур, США, Сянган (Гонконг), Финляндия, Франция, Швеция, Швейцария, Япония	Бразилия, Бермуды, Греция, Израиль, Индия, Индонезия, Китай, Корея, Малайзия, Мексика, Тайвань, Турция, Южная Африка	19	13
Российский рынок акций (оборот -30-35 млрд. долл.)				
Рынки акций, обороты которых меньше российского рынка акций	Австрия, Ирландия, Исландия, Люксембург, Мальта, Новая Зеландия	Азербайджан, Аргентина, Армения, Бангладеш, Барбадос, Бахрейн, Болгария, Ботсвана, Венгрия, Венесуэла, Гана, Египет, Зимбабве, Иордания, Иран, Казахстан, Кения, Кипр, Киргизия, Колумбия, Коста – Рика, Кувейт, Ливан, Латвия, Литва, Маврикий, Намибия, Нигерия, Пакистан, Панама, Парагвай, Польша,** Перу, Румыния, Свазиленд, Словакия, Словения, Таиланд,** Тунис, Украина, Филиппины, Хорватия, Чехия, Чили, Эстония, Югославия, Ямайка	6	47

* Рассчитано по данным FIBV Annual Report 1999, статистике Federation of European Stock Exchanges. В расчет приняты только организованные рынки, учет оборотов по которым ведется по системе TSV или которые даже по самым жестким оценкам превосходят по объему российский рынок акций. Кроме того, использованы данные Federation of European Stock Exchanges о сделках, которые проходят через электронную книгу лимитных ордеров (закрываются централизованно, через торговую систему, в режиме TSV). Оценки распределения рынков являются только прогнозными, учитывая масштабные изменения в динамике отдельных рынков, которые происходят ежегодно.

**Сопоставимы по размерам с российским рынком акций и при ускоренной динамике способны в 2002 –2003 гг. превысить его обороты.

1.2. Инструменты рынка ценных бумаг

Общая классификация ценных бумаг

В качестве важнейших видов ценных бумаг выступают **акции, облигации, государственные и муниципальные ценные бумаги** (которые также могут принимать форму облигаций), **депозитные и сберегательные сертификаты, закладные, векселя, чеки, складские свидетельства.**

Общая классификация ценных бумаг приведена в **табл. 1.5.**

Таблица 1.5*

Классификация видов ценных бумаг

Долговые		Титулы собственности			
Долговые ценные бумаги - являются долговыми обязательствами (облигация, нота, вексель и т.п.)					
Ценные бумаги - титулы собственности удостоверяют право собственности владельца на активы (простые и привилегированные акции, конвертируемые облигации)					
Краткосрочные	Среднесрочные	Долгосрочные	Бессрочные		
По общепринятой практике, краткосрочные ценные бумаги - сроком погашения до 1 года, среднесрочные - от 1 до 5 лет, долгосрочные - свыше 5 лет. К бессрочным ценным бумагам относятся фондовые инструменты, не имеющие конечного срока погашения - акции, бессрочные облигации, выпускаемые государством (например, консоли). В российской практике последние выпускаются не могут, сроки долговых обязательств РФ не могут превышать 30 лет.					
Государственные		Муниципальные	Негосударственные		
Выпущены от имени РФ	Выпущены от имени субъекта РФ	Выпущены от имени муниципального образования	Корпоративные	Иностранного эмитента	Частные

<p>Данная классификация составлена на основе критерия "кто выпустил ценную бумагу", "кто является эмитентом".</p> <p>Государственные ценные бумаги обычно охватывают фондовые инструменты, выпущенные или гарантированные правительством от имени государства, его министерствами и ведомствами. В международной практике к этой категории ценных бумаг часто относят также бумаги, эмитируемые органами, находящимися в совместной собственности государства и иных структур, либо органами, спонсируемыми или гарантируемыми государством.</p> <p>Российская практика имеет свои особенности. В ней отсутствуют ценные бумаги, выпускаемые отдельными ведомствами (за исключением облигаций Банка России). Все бумаги эмитируются непосредственно от имени РФ, субъекта РФ или муниципального образования, а эмитентом является орган, составляющий и / или исполняющий бюджет.</p> <p>Корпоративные ценные бумаги - фондовые инструменты, выпускаемые предприятиями и организациями.</p> <p>Частные ценные бумаги - в данном случае речь идет о выпуске ценных бумаг физическими лицами. В качестве таких фондовых инструментов могут выступать вексель и чек.</p>		
Обращающиеся (рыночные)	Не обращающиеся (нерыночные)	С ограниченным кругом обращения
<p>Обращающиеся ценные бумаги - могут свободно покупаться-продаваться, в т.ч. на основе совершения передаточной надписи или без таковой без ограничения - по условиям эмиссии - видов рынков, на которых они могут обращаться.</p> <p>Не обращающиеся ценные бумаги - не могут покупаться-продаваться на различных видах рынков. Например, если эмитент при выпуске ценной бумаги ставит условие, что она не может быть перепродана и может выкупаться обратно только самим эмитентом, то это - не обращающаяся ценная бумага.</p> <p>Ценные бумаги с ограниченным кругом обращения - сделки купли-продажи по таким бумагам могут совершаться с ограничениями по видам рынков.</p>		
Именные	Предъявительские (на предъявителя)	Ордерные
<p>Именная ценная бумага - имя держателя регистрируется в специальном реестре, который ведется эмитентом. Гражданский кодекс РФ устанавливает, что лицо, которому принадлежат права, удостоверенные именной ценной бумагой, должно в ней называться. Российское законодательство требует, чтобы именная ценная бумага передавалась другому лицу в порядке, установленном для уступки требований.</p> <p>Ценная бумага на предъявителя - не регистрируется у эмитента на имя держателя и передается другому лицу путем вручения. Могут выпускаться только в документарной форме.</p> <p>Ордерная ценная бумага - составляется на имя первого держателя с оговоркой "его приказу". Соответственно, ордерная бумага передается другому лицу путем совершения передаточной надписи. Ордерными бумагами по российскому законодательству могут быть чек, вексель, коносамент.</p>		
Срочные	Сроком по предъявлению	
<p>Срочные ценные бумаги имеют конкретные сроки погашения (конкретный срок, во столько-то времени от предъявления и т.п.)</p> <p>Ценные бумаги сроком по предъявлению не содержат конкретного срока погашения, обязательства по ним выполняются при предъявлении ценной бумаги.</p>		
С фиксированным доходом	С колеблющимся доходом	
<p>Ценные бумаги с фиксированным доходом - в момент выпуска ценной бумаги жестко фиксируется уровень ее доходности к номиналу; при колебаниях средней процентной ставки на рынке уровень доходности не изменяется.</p> <p>Ценные бумаги с колеблющимся доходом - доходность ценной бумаги к номиналу изменяется в соответствии с колебаниями средней процентной ставки на рынке; она может индексироваться, например, по валютному курсу и т.п.</p>		
Отзывные	Безотзывные	
<p>Отзывные ценные бумаги могут быть отозваны эмитентом досрочно, до наступления срока погашения. Могут отзываться также бессрочные ценные бумаги, если это предусмотрено условиями выпуска (например, привилегированные акции). Инвестор обязан вернуть эмитенту указанные ценные бумаги на условиях обратной продажи, по ценам и т.п., установленным при эмиссии ценных бумаг.</p> <p>Безотзывные ценные бумаги не могут быть отозваны и погашены эмитентом досрочно, что должно быть предусмотрено условиями их эмиссии.</p>		
Инвестиционные		Рыночные (торговые)
<p>Ценные бумаги, в которые средства инвестируются на относительно постоянной, долгосрочной основе. Целью инвестиций является получение прибыли от процента по ценным бумагам и прироста их курсовой стоимости, а также создание резерва ликвидных активов для поддержания требований к ликвидности эмитента. В международной практике обычно к данной категории относят только те ценные бумаги, которые имеют высокие рейтинг и оценки качества (ценные бумаги инвестиционного качества)</p>		<p>Ценные бумаги, в которые средства инвестируются для совершения спекулятивных краткосрочных операций по купле-продаже ценных бумаг.</p>
С номиналом, выраженным в отечественной валюте	С номиналом, выраженным в иностранной валюте	С номиналом, выраженным в отечественной и иностранной валютах (двойное выражение номинала)
Старшие ценные бумаги		Младшие ценные бумаги
<p>Ценные бумаги (облигации, привилегированные акции и т.п.), обладающие старшинством при удовлетворении претензий кредиторов (по выплате процентов и дивидендов, по претензиям к имуществу при ликвидации предприятия и т.д.)</p>		<p>Ценные бумаги (в первую очередь, обыкновенные акции), претензии кредиторов по которым удовлетворяются позже других ценных бумаг (обыкновенные акции - в последнюю очередь)</p>

Акции

Акция - 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. Таким образом, акции присущи следующие **фундаментальные свойства**:

-акции - это титулы собственности на имущество акционерного общества, выпуск акций - это не займ (в отличие от облигаций, депозитных и сберегательных сертификатов и т.д.);

-у акции нет конечного срока погашения, акция (в классическом случае) - это негасимая ценная бумага (в отличие от, например, облигаций);

-ограниченная ответственность. Инвестор не может потерять больше, нежели он вложил в акцию. Инвестор не отвечает по обязательствам общества в целом (что стало широко распространенным только в начале XIX века);

-неделимость акции (неделимость прав, которые она представляет). Два лица, совместно владеющие одnogолосой акцией, всегда, в любом случае будут представлять только один голос на собрании акционеров. Иначе говоря, если акция принадлежит нескольким лицам, то все они признаются единым держателем акции.

Акции в России. В стране создано несколько сот тысяч акционерных обществ. Внутренний рынок акций имеет при этом следующие параметры в сравнении с рынками Центральной и Восточной Европы, другими смежными рынками (*табл. 1.6*).

*Таблица 1.6**

Сравнительный анализ оборотов по сделкам с акциями на российском и иностранных рынках - конкурентах

Рынки	Оборот по сделкам с акциями, млрд. долл.						
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
ММВБ	x	x	0.98	1.5	3.0	17.0	24.47
РТС	0.2	3.5	15.66	9.3	2.4	5.8	4.45

МФБ	х	х	н / д	0.9	0.5	0.7	0.15 (оценка)
Итого по России**	0.2	3.5	16.64	11.7	5.9	23.5	29.07
Смежные иностранные рынки (сделки с акциями резидентов)							
Финляндия (Хельсинки)	19.2	22.0	36.3	61.1	109.9	208.3	171.0***
Турция (Стамбул)	50.9	36.2	56.1	68.5	81.1	179.0	71.6***
Польша (Варшава)	2.8	5.5	8.0	8.9	11.1	19.3	9.2***
Венгрия (Будапешт)	0.3	1.5	7.0	16.1	13.5	12.1	4.3***
Австрия (Вена)	13.4	10.7	12.7	18.7	12.7	9.6	7.3***
Чехия (Прага)	3.0	6.8	6.3	5.2	4.7	6.7	3.4***

* Рассчитано по данным ММББ, РТС, Регионального отделения ФКЦБ России в Центральном федеральном округе, FIBV Annual Reports 1995 – 2000, FIBV Statistics 2001, Federation of European Stock Exchanges (текущая статистика на сайте www.fese.org), Istanbul Stock Exchange, Prague Stock Exchange. Сравнительный анализ сделан по биржам, ведущим учет по системе TSV.

**Обороты прочих фондовых бирж, в том числе Санкт – Петербургских бирж, пока незначительны (по оценке, до 1-2%) и здесь не учитываются. Данные за 1995 –1996 гг. приводятся только по РТС (на МФБ первые торги прошли в июле 1997 г., ММББ начала торговлю акциями в 1997 г.).

***Рассчитано по данным за одиннадцать месяцев 2001 г., опубликованным в Интернете FIBV и Federation of European Stock Exchanges (текущая статистика на сайте www.fese.org). Данные по Чехии приводятся в целом за 2001 г., источник данных - Prague Stock Exchange (www.pse.cz).

Акции открытого и закрытого акционерных обществ. Основные различия указанных акций показаны в *табл. 1.7*.

Таблица 1.7*

Сравнительная характеристика акций открытого и закрытого акционерных обществ

Критерии сравнения	Виды акций	
Способность свободно обращаться	Акции открытого акционерного общества (ОАО) - могут переходить от одного лица к другому без согласия других акционеров	Акции закрытого общества (ЗАО) могут переходить от одного лица к другому только с согласия большинства акционеров, если иное не оговорено в уставе. Число акционеров ЗАО должно быть не выше 50. Акционеры имеют преимущественное право приобретения акций, продаваемых другими акционерами
Способ первичного размещения ценной бумаги среди инвесторов при ее выпуске	Акции, размещаемые по открытой подписке , эмитируются в форме открытого (публичного) размещения ценных бумаг среди потенциально неограниченного круга инвесторов (или ограниченного, если инвесторов более 500) - с публичным объявлением и регистрацией проспекта эмиссии. Открытая подписка обязательна, если размер эмиссии превышает 50 тысяч минимальных размеров оплаты труда. Вместе с тем акции ОАО могут размещаться и по закрытой подписке	Акции, размещаемые по закрытой подписке , эмитируются в форме закрытого (частного) размещения - без публичного объявления и публикации и регистрации проспекта эмиссии среди заранее известного ограниченного круга инвесторов (или неограниченного до 500 человек). Закрытая подписка возможна только в случае, если размер эмиссии не превышает 50 тысяч минимальных размеров оплаты труда. Акции ЗАО не могут размещаться по закрытой подписке

Размещенные и объявленные акции. Акции, приобретенные акционерами, называются **размещенными**. Акционерное общество может установить, какое количество акций может быть выпущено дополнительно (**объявленные акции**).

Обыкновенные и привилегированные акции имеют следующие сравнительные характеристики (см. *табл. 1.8*).

Таблица 1.8*

Сравнительная характеристика обыкновенных и привилегированных акций

Критерии сравнения	Обыкновенные акции	Привилегированные акции
Содержание ценной бумаги	Титул собственности, негасимая и неделимая ценная бумага	Титул собственности, неделимая и негасимая ценная бумага. Доля привилегированных акций в общем объеме уставного капитала акционерного общества не должна превышать 25%
Право голоса на собрании акционеров	Дают право голоса	Не дают право голоса, если иное не предусмотрено в уставе акционерного общества. Приобретают право голоса при решении вопросов о реорганизации или ликвидации общества, при невыплате дивидендов, а также в случае принятия решений, ущемляющих права владельцев привилегированных акций (например, снижение размера дивиденда)
Право дивиденда	Право дивиденда нефиксированного заранее размера (после выплаты дивидендов по привилегированным акциям)	Право дивиденда фиксированного размера (до выплаты дивидендов по обыкновенным акциям). Дивиденд может фиксироваться в твердой сумме, в процентах к номиналу либо может устанавливаться порядок его определения
Право на имущество после ликвидации	Право на имущество после удовлетворения требований всех кредиторов и держателей привилегированных акций	Право на имущество после удовлетворения требований всех кредиторов, включая держателей облигаций
Участие в управляющих органах	Обеспечивается	Обеспечивается при нарушении прав привилегированного акционера (чаще всего при невыплате в течение длительного времени дивидендов)
Получение информации об обществе	Обеспечивается	Обеспечивается

Кумулятивная и уставная системы голосования. При уставной системе действует принцип "1 голос - 1 акция за 1 директора". Например, если избирают 7 директоров и акционер владеет 1000 голосующих акций, то он обязан отдать свои 1000 голосов сначала за одного директора, затем за другого и т.д. в течение семи голосований до исчерпания списка. Он не имеет права использовать свои 7000 голосов (7x1000) в любой пропорции.

При кумулятивной системе голосования в указанной выше ситуации акционер обладает 7000 голосами (1 голос x 1000 акций x 7 голосований). При этом он имеет право отдать за одного директора - 4000 голосов, за второго 2000 голосов и т. д. или, например, все свои голоса отдать за одного и того же директора. Акционер свободен распорядиться своими голосами в любой пропорции.

Уставная система выгодна крупным держателям для сохранения контрольного влияния. **Кумулятивная система** в большей мере устраивает мелких акционеров, которые могут концентрировать свои голоса в одном голосовании и пытаться проводить своего представителя в состав директората.

Как эмитенту осуществить выбор между простыми и привилегированными акциями. Увеличение выпуска и доли в капитале привилегированных акций - мера, к которой прибегают те акционерные общества, которые а) хотели бы быстро нарастить капитал для реализации

крупных проектов, б) предпочитают сохранить, не размывать контрольное влияние основной группы владельцев обыкновенных акций, в) не хотели бы выпускать облигации, т.е. долговые обязательства, по которым рано или поздно придет время погашать долг. Основным аргументом - за или против - выпуска привилегированных акций являются расчеты финансовой нагрузки на прибыль, связанной с выплатой фиксированных дивидендов.

Разновидности акций

В международной практике известно множество разновидностей акций. Часть из них, разрешенная и используемая в России, рассмотрена ниже.

Кумулятивные привилегированные акции – акции, по которым, если дивиденды не выплачиваются в обычные периоды начисления (за отсутствием источника), то обязательство выплатить сохраняется, они накапливаются до момента, когда у эмитента стабилизируется финансовое положение и возникнут финансовые источники для погашения общей задолженности по дивидендам. Абсолютное большинство привилегированных акций выпускается как кумулятивные (практика США). Условие о кумулятивном накоплении дивидендов (в случае их текущей невыплаты) является неизменным элементом большинства эмиссий привилегированных акций, направленным на понижение риска инвесторов.

Конвертируемые привилегированные акции. Дают право в течение определенного периода совершать обмен (конвертировать) эти бумаги в акции того же эмитента. Выпуск конвертируемых ценных бумаг – способ понижения риска инвестора, не уверенного, что простые акции данной компании будут иметь устойчивую или повышающуюся курсовую стоимость и приносить достаточные дивиденды. В этом случае он может приобрести конвертируемые облигации данного эмитента или его конвертируемые привилегированные акции, по которым последний обязан выплачивать фиксированный доход в приоритетном порядке (хотя и несколько меньшего размера, чем в среднем по простым акциям). Если компания докажет на деле, что она устойчиво работает и

стабильна в финансовом отношении, и дивиденды по ее простым акциям устойчиво высоки в течение определенного периода, то инвестор предпочтет конвертировать облигации или привилегированные акции в простые акции данной компании.

Старшие и младшие привилегированные акции. В соответствии с российским законодательством эмитент, выпуская привилегированные акции, может, в свою очередь, одним выпуском, классам и т.п. акций отдавать старшинство перед другими (старшая привилегированная акция, льготная привилегированная акция или привилегированные акции класса А, Б, В и т.д., где класс А имеет старшинство перед Б, класс Б – перед В и т.д. в выплате дивидендов и ликвидационной стоимости). Понятие старшинства в данном случае означает очередность удовлетворения претензий (по более «старшим» ценным бумагам задолженность погашается и претензии удовлетворяются в первую очередь). Инвестор, владеющий более старшей ценной бумагой, понижает свой кредитный риск. Соответственно, уровень доходности данной бумаги будет ниже.

Разновидности акций, созданные только в российской практике. В частности, такими акциями являются **акции акционерных обществ работников (народных предприятий)**. Эти акции могут быть только обыкновенными (при том, что к самому народному предприятию применяются правила, по которым действуют ЗАО). Распределение акций между работников происходит в соответствии с их долей в сумме оплаты труда по предприятию. Один акционер не может владеть более 5% уставного капитала предприятия. При увольнении работника акции подлежат обязательной продаже народному предприятию.

«**Золотая акция**» является не акцией, а специальным правом РФ, субъектов РФ и муниципальных образований на участие в управлении открытыми акционерными обществами, если это диктуется целями обороны, безопасности страны, защиты здоровья, прав и законных интересов граждан.

В ходе приватизации в начале 90-х г.г. выпускались также *привилегированные акции типа А* (распространялись среди работников на 25% уставного капитала) и *привилегированные акции типа Б* (передавались государству в лице фондов имущества).

Депозитарные расписки

С середины 90-х г.г. широкое распространение получил выпуск депозитарных расписок на российские акции. Депозитарная расписка является свидетельством о собственности на акцию (или на долю в пуле акций), приобретаемым иностранным инвестором, денежные средства которого не пересекают границы.

В схеме выпуска депозитарных расписок иностранный брокер – дилер по поручению иностранного инвестора приобретает российские акции на внутреннем рынке России (через свою дочернюю структуру или российского брокера) и размещает их в иностранном банке – депозитарии внутри России. В свою очередь, банк – депозитарий выпускает за границей депозитарные расписки, которые регистрирует и хранит на имя иностранного инвестора.

Депозитарные расписки могут выпускаться в качестве *американских (АДР), глобальных (ГДР, обращение на рынках США и Европы), европейских депозитарных расписок* (выпускаются европейскими банками на акции неевропейских компаний) и др. Виды *американских депозитарных расписок* (см. табл. 1.9).

Таблица 1.9
Сравнительная характеристика акций открытого и закрытого акционерных обществ

<p>Неспонсируемые АДР -могут выпускаться многими банками – депозитариями, без соглашения с эмитентом акций – российским ОАО</p>	<p>Спонсируемые АДР – выпускаются одним банком – депозитарием, на основе соглашения с эмитентом акций – российским ОАО</p>			
	<p>Спонсируемые АДР I уровня Внебиржевой рынок США, ограниченные требования по раскрытию информации и соответствии GAAP</p>	<p>Спонсируемые АДР II уровня Обращение на фондовых биржах США. Нарастающие от уровня к уровню требования Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам США по раскрытию информации и соответствии GAAP</p>	<p>Спонсируемые АДР III уровня</p>	<p>АДР (144А) закрытого размещения Закрытое размещение, ограниченные требования по раскрытию информации и соответствии GAAP</p>

Рынок депозитарных расписок на российские акции, находящийся за рубежом (Франкфурт, Берлин, Лондон, Нью-Йорк) существенно превосходит внутренний рынок акций по торговой активности и имеет следующие объемные параметры и структуру (см. табл. 1.10).

Таблица 1.10*

Соотношение рынков АДР и внутреннего рынка российских акций

Страна	Торговые системы	Оборот по сделкам с российскими акциями, в т.ч. в форме депозитарных расписок на них, млрд. долл.			Структура рынка российских акций, в т.ч. депозитарных расписок на них, %		
		1999	2000*	2001	1999	2000*	2001
Россия	ММВБ, РТС, МФБ	5.73	21.36	29.07	25.1	42.0	55.2
Германия	Deutsche Boerse (Франкфурт, Берлин)	9.31	10.27	3.66	40.8	20.2	7.0
Великобритания	LSE (включая SEAQ International)	6.22	15.31	18.46	27.2	30.0	35.0
США	NYSE, PORTAL	1.58	3.95	1.50	6.9	7.8	2.8
Всего	х	22.84	50.89	52.69	100.0	100.0	100.0

*Данные за 11 месяцев 2000 г., рассчитано по данным Московской межбанковской валютной биржи, Российской торговой системы, Московской фондовой биржи, Немецкой биржи, Лондонской фондовой биржи, Нью-Йоркской фондовой биржи, NASDAQ.

Корпоративные облигации

Облигация – эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее держателя на получение от эмитента облигации в предусмотренный ею срок ее номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента от этой стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может предусматривать иные имущественные права ее держателя, если это не противоречит законодательству. Таким образом, облигации присущи следующие **фундаментальные свойства**:

-облигации - это не титулы собственности на имущество эмитента, это **удостоверение займа**; не дают право на **участие в управлении эмитентом**;

-в отличие от акций имеют **конечный срок погашения** (в классическом случае это - **гасимая ценная бумага**);

-обладают **старшинством перед акциями** в выплате процентов (в сравнении с выплатой дивидендов) и в удовлетворении других обязательств (например, при ликвидации общества);

-**эмитенты облигаций являются заемщиками, должниками. Инвесторы в облигации являются кредиторами эмитента (в отличие от**

держателя акций). Соответственно, невыполнение эмитентом взятых перед держателями облигаций долговых обязательств (по основной сумме долга и процентам) влечет за собой законные процедуры взыскания задолженности, вплоть до банкротства.

Рынок корпоративных облигаций начал быстро развиваться с 1999 г. (после разрешения эмитентам включать проценты по облигациям, обращающимся на биржах, в затраты). В 1999 – 2000 г.г. размещено через ММВБ корпоративных облигаций на несколько десятков млрд. руб.

Разновидности облигаций

В российской практике, как и привилегированные акции, облигации могут быть *конвертируемыми* в акции, могут выпускаться различных типов и классов (*старшие* и *младшие*), с различной очередностью в погашении обязательств по ним. Облигации могут быть *именными* или *на предъявителя*, предусматривать *единый срок погашения* или выпускаться со сроками погашения по *сериям*, могут гаситься в *денежной форме* или *иным имуществом*, быть *обеспеченными* (в т.ч. под обеспечение, предоставленное третьей стороной) и *не обеспеченными залогом*. В последнем случае облигации могут выпускаться под *доброе имя* эмитента, под определенный *вид доходов*, направляемых на погашение займа, под конкретный *инвестиционный проект*, доходы от которого могут направляться на выполнение обязательств по облигациям. Выполнение обязательств по облигациям может также *гарантироваться* или *страховаться*.

Ипотечные облигации имеют обеспечением *закладные* (пул закладных). Выпускаются кредиторами, являющимися держателями закладных. Поступление платежей по закладным является источником погашения и выплаты процентов по облигационному займу, обеспеченному закладными. В российской практике 90-х г.г. развития не нашли, предполагается, что масштабный рынок ипотечных ценных бумаг будет создан в будущем.

Государственные и муниципальные ценные бумаги

Российская Федерация, субъекты РФ и муниципальные образования могут осуществлять эмиссию различных **видов** ценных бумаг: а) в форме облигаций и иных ценных бумаг, б) кратко-, средне- и долгосрочные; в) именные и на предъявителя; г) документарные и бездокументарные; д) рыночные, нерыночные и с ограниченным кругом обращения; е) для населения и для юридических лиц; в российских рублях (внутренний долг) и в иностранной валюте (внешний долг); ж) с фиксированным или колеблющимся процентом; з) под гарантию РФ, субъектов РФ и муниципальных образований; и) с обеспечением и без такового, к) с погашением деньгами или иными имущественными правами (например, на жилищную площадь). Эмиссия может осуществляться разными **выпусками**, разбитыми на серии и разряды, а внутри выпусков – **траншами**, размещаемыми в любую дату после первого размещения. С точки зрения характера потребности в средствах, вызывающей необходимость выпуска государственных и муниципальных ценных бумаг, различают бумаги, эмитированные а) на покрытие общего дефицита бюджета или б) краткосрочных кассовых разрывов (погашаются за счет налоговых поступлений), в) на покрытие определенных целевых расходов эмитента, в т.ч. реструктурирование задолженности; г) на реализацию конкретных проектов (погашаются за счет доходов от проекта).

В конце 2000 г. находились в обращении следующие **государственные ценные бумаги РФ**, составляющие **внутренний государственный долг** и ориентированные на:

-население - облигации государственного сберегательного займа; облигации Российского внутреннего выигрышного займа; целевые долговые обязательства Российской Федерации, в которые переведены (будут переведены) облигации Государственного внутреннего выигрышного займа 1982 года, государственные казначейские обязательства СССР, сертификаты Сберегательного банка СССР, приобретенные до начала 1992 года; целевые чеки с правом приобретения легковых автомобилей в 1992 году;

государственные жилищные сертификаты, выдаваемые гражданам РФ, лишившимся жилья в результате чрезвычайных ситуаций и стихийных бедствий и др.;

-юридических лиц и население - государственные краткосрочные бескупонные облигации (ГКО); облигации федеральных займов с постоянным и переменным купонным доходом (ОФЗ); внутренний государственный валютный облигационный заем; облигации государственного валютного облигационного займа 1999 года; векселя Министерства финансов РФ (серии АПК) для восстановления коммерческим банкам собственных кредитных ресурсов взамен погашенных с их корреспондентских счетов централизованных кредитов и процентов по ним Банку России без уплаты средств заемщиками и др.

Особняком стоят *облигации банка России*, не включаемые во внутренний государственный долг, которые могут выпускаться им в целях реализации денежно – кредитной политики (абсорбирование излишней ликвидности банков) и размещаться только среди кредитных организаций (эмитировались в небольших суммах в 1999 г., отсутствовали в обращении к концу 2000 г.)

Внешний долг РФ составляют такие ценные бумаги, как внутренний государственный валютный облигационный заем; облигации государственного валютного облигационного займа 1999 года; еврооблигации, выпущенные в 1996 – 1998 г.г.; внешние облигационные займы РФ, выпускаемые с целью урегулирования задолженности бывшего СССР перед иностранными коммерческими банками и финансовыми институтами, объединенными в Лондонский клуб кредиторов (в эти еврооблигации были конвертированы облигации Внешэкономбанка IAN и долговые инструменты Внешэкономбанка PRIN, выпущенные для реструктурирования долгов СССР в 1997 г.)

Облигации субъектов РФ и муниципальных образований составили в 1997 – 2000 г.г. масштабный рынок, который характеризовался следующими параметрами (см. *табл. 1.11*):

Таблица 1.11*

Выпуск облигаций субъектов РФ и муниципальных образований

Показатели	1997	1998	1999	2000
Облигации субъектов РФ				
Количество зарегистрированных выпусков	249	59	10	14
Количество субъектов РФ - эмитентов	70	23	6	8
Облигации муниципальных образований				
Количество зарегистрированных выпусков	33	24	15	11
Количество муниципальных образований - эмитентов	15	10	7	4

*Данные Минфина РФ

Прочие ценные бумаги. используемые в российской практикеКлассификация прочих ценных бумаг приведена в *табл. 1.12*:

Таблица 1.12*

Классификация прочих ценных бумаг

Ценные бумаги, связанные с недвижимостью		Банковские ценные бумаги			Ценные бумаги, обслуживающие товарно – денежный оборот			Приватизационные ценные бумаги
Закладные	Жилищные сертификаты	Депозитные и сберегательные сертификаты	Чеки	Банковские сберегательные книжки на предъявителя	Векселя	Складские свидетельства	Коносаменты	Приватизационные чеки (до 1994 г.)

Закладная является именной ценной бумагой, удостоверяющей а) право на получение исполнения по денежному обязательству, обеспеченному ипотекой имущества, указанного в договоре об ипотеке, без представления других доказательств существования этого обязательства; б) право залога на указанное в договоре об ипотеке имущество

Жилищный сертификат – любая именная ценная бумага, номинированная в единицах общей площади жилья и имеющая индексируемую номинальную стоимость в денежном выражении, размещаемая среди граждан и юридических лиц, дающая право его владельцу при соблюдении определяемых в проспекте эмиссии условий требовать от эмитента его погашения путем предоставления в собственность помещений, строительство (реконструкция) которых финансировалось за счет средств, полученных от размещения указанных ценных бумаг или обязательств.

Сберегательный (депозитный) сертификат является ценной бумагой, удостоверяющей сумму вклада, внесенного в кредитную организацию, и права вкладчика (держателя сертификата) на получение по истечении установленного срока суммы вклада и обусловленных в сертификате процентов в кредитной

организации, выдавшей сертификат. Сберегательные сертификаты обычно выпускаются для населения. Сберегательные (депозитные) сертификаты должны быть а) срочными, б) именными или на предъявителя, в) могут выпускаться как в разовом порядке, так и сериями, г) не могут служить средством расчетов за товары и услуги, д) выпускаются только в рублях, е) обращаются не в порядке купли – продажи, а путем уступки требований (цессии).

Чек - ценная бумага, содержащая ничем не обусловленное распоряжение чекодателя банку произвести платеж указанной в нем суммы чекодержателю. Чекодателем является лицо, имеющее денежные средства в банке, которыми он вправе распоряжаться путем выставления чеков, чекодержателем - лицо, в пользу которого выдан чек, плательщиком - банк, в котором находятся денежные средства чекодателя. **Основные черты чека:** а) абстрактный характер обязательства (текст чека не должен содержать ссылки на сделку, являющуюся основанием выдачи чека), б) безусловный характер обязательства по чеку (чек содержит простое и ничем не обусловленное предложение уплатить определенную сумму), в) чек – это всегда денежное обязательство, г) чек – это всегда письменный документ, д) чек – это документ, имеющий строго установленные реквизиты (отсутствие хотя бы одного из них, за некоторыми исключениями, приводит к утрате данным документом силы чека), е) стороны, обязанные по чеку, несут солидарную ответственность, ж) плательщиком по чеку всегда выступает банк.

Векселем признается ценная бумага, удостоверяющая ничем не обусловленное обязательство векселедателя (**простой вексель**) либо иного указанного в векселе плательщика (**переводной вексель**) выплатить по наступлении предусмотренного векселем срока определенную сумму владельцу векселя (векселедержателю). **Основные черты** векселя и чека совпадают. Различают а) **товарные векселя** (в основе денежного обязательства лежит товарная сделка, коммерческий кредит), б) **финансовые векселя** (в основе векселя лежит финансовая операция, не связанная с куплей – продажей товаров), в) **дружеские векселя** (векселя, за которыми не стоит никакой реальной сделки, однако, лица, которые участвуют в векселе, являются

реальными), 2) бронзовые векселя (векселя, за которыми не стоит никакой реальной сделки, при этом хотя бы одно лицо, участвующее в векселе, является вымышленным).

Перспективной для России разновидностью векселей являются *коммерческие бумаги*. В *международной практике* коммерческие бумаги - простые векселя или подобные им долговые инструменты с очень крупными номиналами, выдаваемые оптовыми сериями на 3-х, 6-ти, 9-ти месячные сроки в рамках 1- 3-летних программ коммерческих бумаг. Традиционно выпускаются как дисконтные предъявительские бумаги. Используются крупными компаниями для оптового привлечения заемных, более дешевых денежных ресурсов, в т.ч. напрямую, минуя финансовых посредников - у институциональных инвесторов (пенсионных и инвестиционных фондов, страховых компаний). Коммерческие бумаги во всё в большей мере - в качестве ликвидного долгового обязательства - замещают, секьюритизируют банковский кредит. Регистрация и раскрытие информации по коммерческим бумагам осуществляются в облегченном режиме. Размещаются и торгуются, в основном, во внебиржевом обороте, составляющем крупнейшие оптовые рынки. Масштабным рынком являются *еврокоммерческие бумаги*.

Складские свидетельства – ценные бумаги, выдаваемые хранителем поклажедателю в подтверждение принятия от него товара на хранение. *Двойное складское свидетельство* состоит из двух частей - *складского свидетельства* и *злогового свидетельства (варранта)*, которые могут быть отделены одно от другого и обращаться порознь. Двойное складское свидетельство, каждая из его двух частей являются ордерными ценными бумагами. *Простое складское свидетельство* является ценной бумагой на предъявителя и состоит из одной части – складского свидетельства. Держатель складских свидетельств может распоряжаться товаром на складе, получать его, передавать в залог (держатель варранта имеет право залога на товар), что создает основу для обращения складских свидетельств по индоссаментам (перевод имущественных прав на товар, хранящийся на складе), а также для кредитных операций на базе залога товара (в форме передачи варранта). В

России используются с конца 90-х г.г. на рынке золота (Гохран), зерна (7 – 10 регионов) и других сырьевых товаров.

Коносаменты - ценные бумаги, выдаваемые перевозчиком отправителю груза в подтверждение принятия у него товара для перевозки. Коносаментом подтверждается заключение договора перевозки груза и удостоверяется право его держателя распоряжаться грузом и получить груз после завершения перевозки. Соответственно, грузоотправитель, получая коносамент, пересылает его получателю груза или его агенту. Коносамент может обращаться, переходить из рук в руки на основе торговых сделок с перевозимой партией товара. Коносаменты могут быть: а) именными, на предъявителя или ордерными (обращаемыми по передаточной надписи), б) в зависимости от вида транспорта, которым осуществляется перевозка коносамент может быть морским, железнодорожным, на перевозку грузовым автотранспортом, коносаментом на смешанные перевозки и т.д.

Параметры российского рынка долговых ценных бумаг

Сравнительные характеристики российского рынка в сравнении с внешними долговыми рынками (страны Центральной и Восточной Европы, а также другие смежные рынки) выглядят следующим образом (см. *табл. 1.13*):

*Таблица 1.13**

Сравнительная характеристика российского и иностранных долговых рынков (по объему непогашенных долговых обязательств на внутреннем рынке)

Инструменты и рынки	Непогашенные долговые ценные бумаги на внутреннем рынке, на конец периода, млрд. долл.							
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000 (октябрь)	2001 (октябрь)
Россия (внутренние источники информации)								
По данным внутренних источников, всего**	6.4	26.0	53.2	85.8	27.4	21.8	21.8	22.1
Долговые обязательства Правительства РФ, в т.ч.	6.2	24.5	50.8	82.1	26.4	20.8	19.9	19.1
-ГКО – ОФЗ	3.0	16.5	43.3	73.2	23.8	19.3	18.6	17.6 (оценка)
-облигации государственного сберегательного займа	х	0.6 (оценка)	0.7 (оценка)	2.2	0.7	0.2	0.1	1.5 (оценка)
-облигации государственных нерыночных займов	х	х	н/д	0.3	0.1	0.1	0.1	
-векселя Минфина РФ, в которые переоформлены долги АПК и промышленности	1.5	6.1	5.7 (оценка)	5.4	1.5	1.0	1.0	
-прочие государственные ценные бумаги	1.7 (оценка)	1.3 (оценка)	1.1 (оценка)	1.0	0.3	0.2	0.1	
Долговые обязательства субъектов РФ и муниципальных образований (кроме векселей)	-	1.0 (оценка)	1.4 (оценка)	2.2 (оценка)	0.7 (оценка)	0.5	0.6 (оценка)	1.0 (оценка)

Корпоративные облигации нефинансовых предприятий, включая облигации РАО ВСМ	0.1 (оценка)	0.1 (оценка)	0.2 (оценка)	0.3 (оценка)	0.1 (оценка)	0.2 (оценка)	0.5 (оценка)	1.0 (оценка)
Депозитные и сберегательные сертификаты, облигации банков	0.1	0.4 (оценка)	0.8 (оценка)	1.2	0.2	0.3	0.8	1.0
Россия (внешние источники информации)								
По данным BIS***	н/д	н/д	н/д	64.6	7.7	9.0	8.8 (сентябрь)	6.7 (июнь)
Смежные иностранные рынки****								
Финляндия	78.8	86.0	84.1	74.9	86.9	77.6	72.1 (сентябрь)	64.1 (июнь)
Австрия	123.5	147.1	144.7	136.8	151.7	149.7	140.9 (сентябрь)	142.1 (июнь)
Польша	н/д	-	-	25.0	29.0	27.3	30.5 (сентябрь)	34.9 (июнь)
Чехия	н/д	12.1	12.3	12.5	22.4	25.0	20.9 (сентябрь)	27.6 (июнь)
Венгрия	н/д	12.0	15.2	13.8	15.6	16.3	14.9 (сентябрь)	17.1 (июнь)
Турция	16.4	21.4	26.5	29.7	37.5	43.0	47.5 (сентябрь)	72.3 (июнь)
Прочие европейские рынки****								
Португалия	49.9	60.7	64.2	55.9	63.9	61.5	59.0 (сентябрь)	62.1 (июнь)
Греция	73.4	86.7	100.5	94.8	100.5	89.8	85.1 (сентябрь)	89.0 (июнь)
Бельгия	369.8	426.9	407.3	354.0	379.8	342.6	301.4 (сентябрь)	293.9 (июнь)

*Данные на конец года. Рассчитано по информации ежеквартальных обзоров BIS, опубликованных в Интернете.

**Оценка по курсу рубля к доллару США на конец периода, публикуемому International Financial Statistics. Показатели по ГКО – ОФЗ за 1994 – 1998 гг. рассчитаны по данным Счетной палаты РФ в открытом отчете по результатам ревизии финансово – хозяйственной деятельности Минфина РФ и Центрального банка РФ на первичном и вторичном рынках ГКО и ОФЗ за 1993 – 1998 гг. (январь 2000 г.). Оценки показателей за 1994 – 1997 гг. осуществлялись с использованием годовых отчетов Банка России, нормативных актов, определяющих параметры эмиссии отдельных видов государственных ценных бумаг. Данные за 1999 г. о государственных ценных бумагах – по отчету о предварительных итогах исполнения федерального бюджета РФ за 1999 год (сайт Минфина РФ в Интернете), об обязательствах регионов – по отчету об итогах исполнения федерального бюджета в 1999 г. и задачах органов финансовой системы на 2000 г., а также расчетов Е.Р.Бессмертной в диссертационном исследовании, посвященном проблемам развития рынка ценных бумаг. Кроме того, для оценки отдельных показателей использовались данные о структуре внутреннего государственного долга, данные в “Основных направлениях единой государственной денежно – кредитной политики” (на 1999, 2000, 2001 гг.), годовых отчетах Банка России за 1999-2000 гг., «Бюллетенях фондового рынка», выпускаемых Банком России, данные о долге центрального правительства, субъектов РФ и задолженности муниципальных образований, публикуемые Минфином РФ. Необходимо учитывать, что в 2000 – 2001 гг. более 60% ГКО-ОФЗ находилось на балансе Банка России в форме не обращающихся на рынке ОФЗ. Оценка рыночной стоимости корпоративных облигаций – по данным ММВБ, опубликованным в Интернете (за 1999 – 2000 гг. размещено облигаций корпоративных эмитентов на сумму примерно 1.1 млрд. долл., за 1999 – 2001 гг. – примерно 2 млрд. долл.), материалам проспектов эмиссий, включая РАО ВСМ, по книге Миркина Я.М. “Ценные бумаги и фондовый рынок” (Москва, Перспектива, 1995, С. 20). Оценка массы банковских ценных бумаг производилась по “Бюллетеню банковской статистики” (1998 – 2001 гг.). Внутренний государственный валютный заем не включен в таблицу, так как после кризиса августа 1998 г. он учитывается в составе внешнего долга.

***BIS не учитывает по России корпоративные облигации и векселя, при подсчете величины ГКО-ОФЗ не принимаются во внимание не обращающиеся на рынке ОФЗ, находящиеся на балансе Банка России (оценка по результатам дискуссии в BIS летом 2001 г.).

**** Выбраны либо лежащие у границ России рынки, не относящиеся к переходным экономикам, либо рынки небольших европейских стран, также не являющиеся переходными, которые могут быть сопоставимы по размерам с российским рынком.

Кроме того, очень значительными являются объемы выдачи и обращения векселей (см. *табл. 1.14*).

Таблица 1.14*

Динамика показателей вексельного рынка России

Показатель	Объем векселей непогашенных, находящихся во внутреннем обращении, на конец периода, млрд. долл.					
	1996	1997	1998	1999	2000 (октябрь)	2001 (сентябрь)
Всего векселей (оценка), в т.ч.	11.8	17.4	6.4	7.8	11.9	15.2
-выданы нефинансовыми предприятиями и субъектами (оценка)	6.4	10.8	4.2	3.8	6.6	7.1
-из них учтены банками	3.2	5.4	2.1	1.9	3.3	3.8
-выданы банками	5.4	6.6	2.2	4.0	5.3	7.6

*Таблица рассчитана по данным «Бюллетеня банковской статистики» Банка России (1998 – 2001 гг.), статистических сборников «Социально-экономическое положение России» Росстатистического агентства (1999 – 2000 гг.). Стоимостная величина векселей дана в балансовой оценке, пересчитанной в доллары США по валютному курсу рубля на конец периода. Вексельные показатели банков очищены от двойного счета (векселя банков, учтенные другими банками), а также от учтенных векселей нерезидентов с валютным номиналом. Объем векселей, выданных нефинансовыми предприятиями и учитываемых на балансах других нефинансовых предприятий, принимался, по оценке, примерно равным объему векселей, учтенных банками. Например, на 1.08.99 векселя в составе дебиторской задолженности предприятий составляли 63.1 млрд. руб. (данные Росстатагентства), а учтенные банками векселя по дебетовой стороне своих балансов (очищенный показатель) были равны 62.9 млрд. руб. (по данным Банка России). Объем выданных

1.3. Эмитенты и инвесторы

Классификация эмитентов по задачам, решаемым ими на рынке ценных бумаг

При выпуске ценных бумаг эмитенты обычно решают следующие задачи:

-привлечение инвестиций (в оборотные средства и капитальные проекты, в дочерние компании)

-реструктурирование собственности и управления (ее закрепление в пользу контролирующих или иных групп собственников собственников, продажа предприятия или пакета акций, реорганизация компании)

-оценка и повышение рыночной стоимости предприятия и акций,

-прочие цели – реструктурирование долгов, перераспределение активов, маркетинг имени компании, технические эмиссии (под добавочный капитал, сформированный в связи с переоценкой основных фондов), повышение доходности предприятия, оптимизация финансовых потоков и др.

Покрытие краткосрочного дефицита денежных ресурсов.

Краткосрочные дефициты денежных средств, которые могут покрываться выпуском / выдачей ценных бумаг:

Потребность эмитента в денежных ресурсах	Вид ценной бумаги
Дефициты ликвидности, обусловленные ежедневными колебаниями в доходах и расходах, и вызванные наличием источников оборотных средств лишь в минимально необходимых (неснижаемых) размерах	-Векселя, коммерческие бумаги, складские свидетельства, коносаменты
Дефициты ликвидности в связи с сезонными колебаниями в доходах и расходах (сезонность производства, сезонность спроса, сезонность поступления сырья)	-Векселя, коммерческие бумаги, складские свидетельства, коносаменты
Дефициты ликвидности, обусловленные колебаниями в денежных поступлениях и расходах, которые, в свою очередь, вызваны длительными циклами производства продукции	-Векселя, коммерческие бумаги, складские свидетельства, краткосрочные облигации, коносаменты

Несовпадения в поступлении выручки и осуществлении расходов, вызванные внутриквартальной и внутригодовой неритмичностью в производстве и реализации продукции	-Векселя, коммерческие бумаги, складские свидетельства, коносаменты
Несовпадение потребности в средствах и сроках финансовых поступлений (из бюджета, внебюджетных фондов, от инвесторов и т.д.)	-Векселя, коммерческие бумаги, складские свидетельства, коносаменты
Форс-мажорные обстоятельства (в т.ч. в связи с неплатежами, колебаниями финансового рынка, временными затруднениями в ликвидности, наступлением финансовых рисков и т.д.)	-Векселя

Покрытие средне- и долгосрочного дефицита денежных ресурсов осуществляется через а) финансирование оборотных средств, б) финансирование реструктурирования предприятий, в) финансирование капитальных вложений (проектное финансирование).

Финансирование оборотных средств, которое может покрываться выпуском / выдачей ценных бумаг:

Потребность эмитента в денежных ресурсах	Вид ценной бумаги
Более полная загрузка имеющихся мощностей	-Акции, облигации, закладные, коммерческие бумаги, депозитарные расписки
Восстановление оборотных средств (покрытие недостатка оборотных средств), доведение их до минимально необходимой величины	
Рыночное изменение структуры источников оборотных средств (снижение доли банковского кредита, увеличение доли финансирования за счет выпуска ценных бумаг, секьюритизация дебиторско – кредиторской задолженности)	-Акции, облигации, векселя, коммерческие бумаги, складские свидетельства, коносаменты, депозитарные расписки

Финансирование реструктурирования предприятий, которое может осуществляться на основе выпуска / выдачи ценных бумаг:

Потребность эмитента в денежных ресурсах	Вид ценной бумаги
Реструктурирование предприятий: -закрытие неперспективных предприятий и их подразделений, исключение из эксплуатации неблагоприятных, с точки зрения экономической эффективности отработки запасов ресурсов (минеральных, топливных, лесных и т.д.), получение инвестиций на эти цели -реорганизация предприятия (слияние, присоединение, разделение, выделение, преобразование), получение инвестиций на эти цели -финансовое реструктурирование (формирование ликвидного залога в форме ценных бумаг, секьюритизация плохих активов (превращение в ценные бумаги и обеспечение на этой основе ликвидности), покрытие убытков, обмен активов, реструктурирование долгов, привлечение денежных ресурсов для	-Акции, облигации, депозитарные расписки

финансового оздоровления и т.п.)	
----------------------------------	--

Финансирование капитальных инвестиций (проектное финансирование), которое может покрываться выпуском / выдачей ценных бумаг:

Потребность эмитента в денежных ресурсах	Вид ценной бумаги
Развитие традиционной деятельности и социальные проекты	
Ввод или приобретение новых мощностей	-Акции, облигации, закладные, депозитарные расписки
Реконструкция, модернизация, ремонт мощностей, в т.ч. на поддержание уровня производства основной продукции. Обновление и реконструкция обеспечивающих подразделений (энергетическое хозяйство, транспорт, строительство, ремонт, сельское хозяйство, социальная сфера)	
Социальные проекты	
Жилищное строительство, социальная инфраструктура, экологические проекты	-Акции, облигации, жилищные сертификаты, закладные, депозитарные расписки
Инновационные проекты, диверсификация деятельности	
-Создание новых предприятий , дочерних компаний или структурных подразделений по производству продукции, не являющейся основной (осуществление инвестиционных проектов, создание новых рабочих мест, частичное или полное репрофилирование имеющихся мощностей)	-Акции, облигации, закладные, депозитарные расписки
- Сторонняя деятельность (сдача имущества в аренду, производственное или коммерческое использование земельных участков и производственных площадей, прав на разработку недр, операции с недвижимостью, торгово – сбытовая деятельность по основной и сторонней продукции)	-Акции, облигации, закладные, депозитарные расписки
-Создание финансовой инфраструктуры предприятия (дочерние финансовые институты, развитие финансовых операций с целью диверсификации доходов, мобилизации денежных ресурсов на нужды предприятия, «закачивание» в него денег)	-Акции, облигации, депозитарные расписки

Особую роль играют ценные бумаги в долгосрочном финансировании двух видов компаний: а) молодых компаний роста, б) высокотехнологичных компаний.

Примерные критерии молодых компаний роста (США –Европа): операционная история – не менее 1 –3 лет, чистые материальные активы- не менее 4 млн. долл. США, акционерный капитал- не менее 2 млн. долл. США, количество акций в обращении не менее 100 тысяч, % акций, находящихся в свободном обращении – более 20%, не менее 300 акционеров. Компания должна поддерживаться минимум 2-3 маркет-мейкерами, язык раскрытия информации – минимум английский, использование международных стандартов учета, отчетности и раскрытия информации.

Реализация интересов собственников через рынок ценных бумаг.

Через рынок ценных бумаг могут покрываться следующие потребности предприятий, связанные с интересами их собственников: а) реструктурирование

акционерных капиталов, б) создание групп связанных предприятий, в) оценка рыночной стоимости предприятия в интересах собственника.

В частности при *реструктурировании акционерных капиталов* обычно достигаются следующие цели:

Потребности эмитента	Вид ценной бумаги
Изменение структуры акционерного капитала: а) увеличение доли контролирующего собственника, б) оптимизация доли государства в соответствии с его интересами и интересами собственника, в) включение в состав акционерного капитала долей новых партнеров, г) выкуп акций у мелких акционеров, сокращение долей в акционерном капитале нежелательных партнеров и т.п.)	Акции, конвертируемые облигации, опционы на акции, депозитарные расписки
Стимулирование менеджеров путем увеличения их доли в акционерном капитале (опционные планы, награждение акциями или опционами на акции руководства и т.п.) Сохранение сферы влияния и обеспечение имущественных интересов высшего менеджмента предприятия через прямое участие в акционерной собственности	Акции, конвертируемые облигации, опционы на акции
Подготовка предприятия (контрольного пакета акций) или крупного пакета акций к продаже новому инвестору: -урегулирование всех вопросов, связанных с юридической чистотой собственности на предприятие, проведенных эмиссий ценных бумаг и формирования акционерного капитала -урегулирование отношений с государственными органами – регуляторами рынка ценных бумаг и имущественных отношений (Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг РФ, Министерство РФ по антимонопольной политике и поддержке предпринимательства, Министерство имущественных отношений РФ, региональные администрации), включая регистрацию выпусков ценных бумаг, изменений в учредительных документах, отчетность эмитента, раскрытие информации, антимонопольный контроль, соблюдение порядка ведения реестра и т.п. -предпродажная оптимизация структуры собственности, проведение технических эмиссий акций под добавочный капитал, сформированный за счет переоценки основных фондов -независимая оценка предприятия, вывод акций на публичный рынок с тем, чтобы получить оценку рыночной стоимости предприятия, получение при необходимости листинга на фондовой бирже	Акции, конвертируемые облигации, опционы на акции, депозитарные расписки
Реструктурирование и обмен долгов на акции	Акции

Создание групп связанных предприятий также основано на выпуске ценных бумаг:

Потребности эмитента	Вид ценной бумаги
Оформление организационно – правового статуса (создание акционерных обществ)	Акции

Создание систем горизонтальных и вертикальных участий, конгломератов (холдинги, финансово – промышленные группы, дочерние и зависимые общества, объединения коммерческих организаций). Обеспечение перекрестной собственности, перекрестного директората, создания организаций, находящихся в долевой собственности и т.п.	Акции
Создание систем управления группами предприятий, основанных на доверительном управлении или передаче исполнительных функций управляющей организации	Акции

Оценка рыночной стоимости предприятия в интересах собственника также может быть реализована через ценные бумаги:

Потребности эмитента	Вид ценной бумаги
<p>Оценка рыночной стоимости предприятия:</p> <ul style="list-style-type: none"> -с целью определения истинной стоимости имущества контролирующего акционера -в качестве центрального показателя деятельности предприятия, рост рыночной стоимости которого является основой для организации отношений с акционерами -при предпродажной подготовке предприятия, в качестве базы для ведения переговоров с прямыми инвесторами -в любых программах привлечения инвестиций – как через рынок ценных бумаг, так и через рынки других финансовых продуктов (кредитование, лизинг, торговое финансирование и т.п.) 	Акции (при обращении на открытом рынке), депозитарные расписки

В **прочие цели выхода предприятия на рынок ценных бумаг** могут входить а) маркетинг предприятия, б) создание биржевой истории для получения более льготных условий частного финансирования, в) финансовый инжиниринг.

В частности, **маркетинговые цели**, реализуемые через рынок ценных бумаг, могут быть уточнены следующим образом:

Потребности эмитента	Вид ценной бумаги
Привлечение внимания к имени предприятия, бесплатный маркетинг его продукции, позиционирование не только на продуктовом, но и на финансовом рынке (многократное упоминание имени предприятия в финансовой и обычной прессе в связи с изменениями конъюнктуры его акций, включение предприятия в биржевые индексы, публичная оценка предприятия финансовыми аналитиками)	Акции и облигации (при обращении на открытом рынке), депозитарные расписки

При создании *биржевой истории* для получения более льготных условий частного финансирования *могут решаться следующие задачи:*

Потребности эмитента	Вид ценной бумаги
Обеспечение публичности предприятия, политики максимально возможного раскрытия информации, создание истории листинга и биржевых котировок, кредитной истории по облигациям, должная организация корпоративного управления (corporate governance) и отношений с акционерами.	Акции и облигации (при обращении на открытом рынке), депозитарные расписки
Демонстрация высокого уровня корпоративного управления (corporate governance)	

Такая политика обычно приводит к тому, что кредиторы (прежде всего иностранные) предоставляют заемное или доленое финансирование более охотно и на более льготных условиях. Кредиторы или долевыe инвесторы предпочитают открытые, позитивно настроенные к ним предприятия, справедливо считая, что в этом случае финансовые риски, которые они несут, значительно ниже.

Имея историю отечественного листинга, проще выводить акции или депозитарные расписки на зарубежные финансовые рынки, на которых объем денежных ресурсов больше, чем на внутреннем рынке. Предприятие становится “понятнее” инвесторам, условия, на которых оно финансируется, являются более льготными.

Потребности эмитента в *финансовом инжиниринге* вызывают обширную практику выпуска / выдачи ценных бумаг:

Потребности эмитента	Вид ценной бумаги
Проектирование финансовых продуктов, в т.ч. новых, и финансовых технологий для удовлетворения общих и специальных потребностей предприятия в денежных ресурсах. Совмещение нескольких видов финансовых инструментов и сделок, включая операции с ценными бумагами, в одну финансовую схему для решения комплексной финансовой проблемы предприятия	-Акции, облигации, векселя, коммерческие бумаги, складские свидетельства, коносаменты, депозитарные расписки
Снижение общего уровня налогообложения за счет использования схем работы с ценными бумагами, совершение налоговых платежей в форме ценных бумаг	
Управление портфелем своих собственных ценных бумаг – акций, облигаций, векселей и т.п. Создание запасов собственных акций и использование их в целях управления акционерным капиталом. Удешевление заимствований на основе управления портфелем долгов предприятия (откупа долгов на рынке в моменты снижения их рыночной стоимости)	
Инвестиционная деятельность с целью получения дохода на	-Акции, облигации, векселя,

прирост капитала, процентного и дивидендного дохода Арбитражная и спекулятивная деятельность с целью повышения доходности	коммерческие бумаги, складские свидетельства, коносаменты, депозитарные расписки, стандартные срочные контракты (фьючерсы, опционы)
Инвестиционная деятельность как инструмент конкуренции (поглощение компаний-конкурентов, превращение их в зависимые или дочерние общества и т.п.)	Акции, облигации, депозитарные расписки, векселя
Доступ через ценные бумаги к дефицитным ресурсам (товарам, услугам, недвижимости), получение ценовых и налоговых льгот, понижающих общий уровень издержек предприятия, при установлении вертикальных, горизонтальных и перекрестных связей по собственности Организация взаимных расчетов за продукцию	Вексельные расчеты, долговые ценные бумаги, предусматривающие вместо денежного – погашение продукцией, установление производственных связей на основе вхождения в акционерный капитал, складские свидетельства и т.п.

Российские эмитенты на рынке ценных бумаг. Как указывалось выше, несмотря на то, что в России создано несколько сот тысяч акционерных обществ, на организованном рынке присутствуют ценные бумаги 200 – 300 эмитентов. Кроме того, основные обороты рынка концентрированы на акциях нескольких эмитентов (*табл 1.15*):

*Таблица 1.15**

Концентрация рынка на нескольких акциях (ММВБ и РТС)

Показатель	Октябрь 2000 г.			Октябрь 2001 г.		
	РТС	ММВБ	РТС + ММВБ	РТС	ММВБ	РТС + ММВБ
Доля 5 акций* в объеме сделок с акциями, % в т.ч.	77.3	95.52	91.7	63.2	95.6	90.2
РАО ЕЭС, %	39.3	85.82	76.0	24.3	74.1	64.9
Лукойл, %	14.3	3.69	5.9	20.9	11.3	12.9
Доля 5 акций* в общем количестве акций, прошедших листинг, %	н/д	н/д	х	20.0	13.0	х

*РАО ЕЭС, Лукойл, Мосэнерго, Ростелеком, Сургутнефтегаз (расчеты сделаны по обыкновенным акциям эмитентов на основе информации ММВБ и РТС). При расчете количества акций, прошедших листинг, обыкновенные и привилегированные акции одного и того же эмитента учитывались в качестве отдельных выпусков.

Классификация инвесторов

С точки зрения **целей** инвесторов делят на группы, в зависимости от того, ставят ли они себе задачи а) сохранности вложенного капитала, б) прироста вложенного капитала, в) получения процентного или дивидендного дохода, г) диверсификации рисков, д) достижения прочих целей (например, получение льгот по налогообложению, прямое управление дочерней компанией и т.п.). Инвесторов также можно рассматривать как **спекулятивных** (большой объем оборотов, быстрое закрытие позиций, экстремальные колебания в финансовых результатах, высокие принимаемые риски) или **неспекулятивных**.

С позиций **сроков инвестирования** в ценные бумаги обычно выделяют а) краткосрочных инвесторов (вложения до 1 года, обычно носят спекулятивный характер), б) средне – (до 5 лет) и долгосрочных (свыше 5 лет)

Классификация инвесторов **по стилям инвестирования** приведена в **табл. 1.16**:

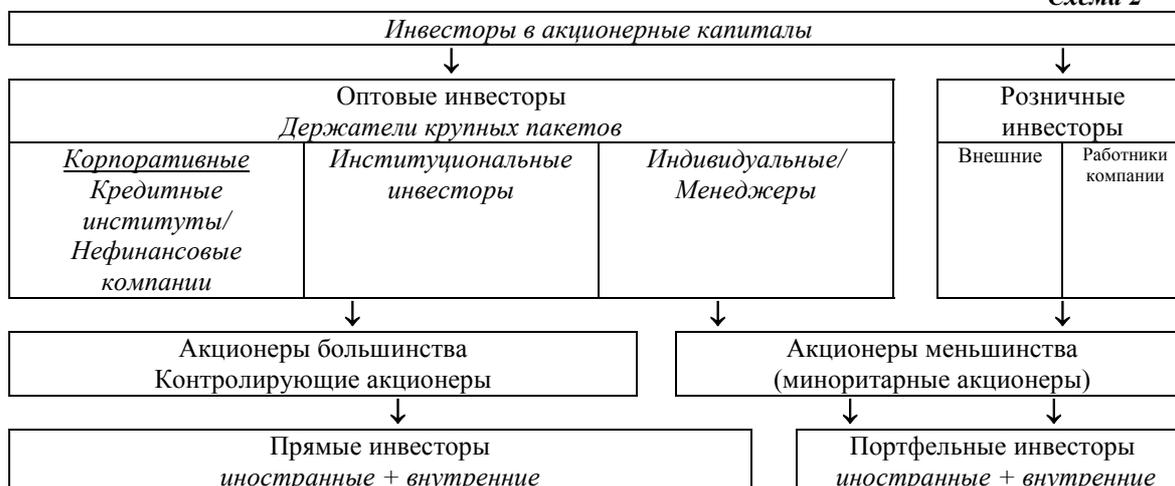
Таблица 1.16*

Классификация инвесторов по стилям инвестирования

Консервативные инвесторы	Умеренные инвесторы	Агрессивные инвесторы
Ориентация на минимальные риски, высокую надежность и ликвидность ценных бумаг. Предпочтение более длинных сроков вложений и пассивного (вслед за рынком) стиля инвестирования	Инвестиционными ориентирами являются сочетание умеренного риска с достаточной надежностью, ликвидностью и прибыльностью ценных бумаг, с вкраплениями в портфель финансовых инструментов с высоким риском	Поведение в качестве агрессивного инвестора, принимающего на себя высокие уровни рисков, активно работающего на новых рынках, с новыми видами ценных бумаг, продуктами финансового инжиниринга. Стремление к активной спекулятивной игре, к тому, чтобы «побить» рынок

Основные группы инвесторов, с точки зрения участия в управлении компаниями, в акции которых вложены средства, приведены в **схеме 2**.

Схема 2



Более подробная характеристика отдельных **видов инвесторов в акционерные капиталы** содержится в **табл. 1.17**.

Таблица 1.17*

Классификация видов инвесторов в акционерные капиталы

Держатели крупных долей акционерных капиталов
--

Оптовые инвесторы	Акционеры- держатели крупных пакетов (stakeholders)- в акционерных капиталах, имеющих кусковую или крупнозернистую структуру (при отсутствии или незначительной (для влияния на компанию) доле очень мелких розничных пакетов акций). В существенной мере преобладают в странах «капитализма держателей крупных пакетов акций» («stakeholder capitalism») (Германия, Япония, континентальные страны Европы, азиатские индустриальные экономики) в отличие от стран «капитализма мелких акционеров» («shareholder capitalism») (США, Великобритания и другие страны, рыночная модель которых имеет англо-саксонское происхождение)
Институциональные инвесторы	Юридические лица и трастовые структуры, у которых по характеру деятельности возникают долговременные крупные остатки денежных средств, которые они обычно на профессиональной основе вкладывают в ценные бумаги. К числу институциональных инвесторов обычно относят страховые компании, инвестиционные и пенсионные фонды, благотворительные фонды, денежные фонды профсоюзных организаций, пенсионные, инвестиционные и компенсационные планы, учреждаемые работодателями для своих работников, и т.п. В перспективе доля институциональных инвесторов в акционерных капиталах, финансовых активах и операциях на рынке ценных бумаг постоянно растет.
Индивидуальные инвесторы/ Менеджеры	В большинстве стран мира (кроме стран, хозяйство которых основано на англо-саксонской модели) корпорации в типичном случае имеют контролирурующих собственников, которые часто являются основателями корпораций или их потомством. Собственность менеджеров возникает (англо-саксонская модель) в результате использования для них различных компенсационных планов стимулирования акциями (например, опционных планов, планов выплаты бонусов акциями), в результате выкупа компаний менеджерами (например, за счет кредита), в результате приватизационных сделок
Держатели мелких долей акционерных капиталов	
Розничный инвестор	Физическое лицо, которое от своего имени и за собственный счет вкладывает денежные средства в финансовые активы, в т.ч. в обыкновенные акции, и в другие активы. Владеет при этом незначительными, очень мелкими долями в акционерных капиталах
Работники компании	Собственность на акции работников создается (англо-саксонская модель) в результате компенсационных планов стимулирования акциями, ориентированных на трудовой коллектив. В российской практике собственность работников является результатом приватизации 90-х г.г.
Акционеры меньшинства и большинства	
Акционеры большинства	Акционеры, которые обладают достаточными голосами для того, чтобы выбрать большинство совета директоров, проводить свои предложения или принимать обязывающие решения
Контролирующие акционеры	Акционеры, имеющие более 50% голосов
Акционеры меньшинства	Акционеры, чьи голоса недостаточно для того, чтобы выбрать большинство совета директоров, проводить свои предложения или принимать обязывающие решения. Акционеры, владеющие менее, чем 50% голосов, или имеющие недостаточную долю в акционерном капитале для того, чтобы контролировать операции компании
Прямые и портфельные инвесторы	
Прямой инвестор*	Физическое или юридическое лицо или их ассоциированная группа, которые в совокупности владеют 10 или более процентами обыкновенных акций или соответствующей долей голосов, а) осуществляют инвестирование средств в акционерный капитал на долгосрочной основе, б) в значительной степени и в течение ошутимого периода времени влияют на принятие решений, управление и операции предприятия, в) обычно осуществляют перенос технологий, систем управления и других ресурсов для использования предприятиями, в которые вложены средства, г) преследуют не только цели прироста стоимости предприятия и прибыли, им генерируемой, но и цели прироста дохода за счет перераспределения ресурсов, операций, прибыли, ниш рынка в группе (в т.ч. транснациональной группе) предприятий, являющихся объектами инвестиций одного и того же прямого инвестора
Стратегический инвестор	Термин «стратегический инвестор», не определенный юридически (но используемый на практике), является в практике финансовых рынков эквивалентным термину «прямой инвестор»
Портфельный инвестор*	Физическое или юридическое лицо или их ассоциированная группа, которые в совокупности владеют меньше 10 процентов обыкновенных акций или соответствующей доли голосов, а) преследуют прежде всего цели прироста и сохранности стоимости инвестиций, поддержания их стабильной доходности и ликвидности, возможности легкой и без значительных потерь продажи инвестиций с тем, чтобы перейти к вложениям в другие финансовые объекты, б) не осуществляют инвестирование средств в акционерный капитал на долгосрочной основе, в) не влияют на принятие решений, управление и операции предприятия, г) не осуществляют перенос технологий, систем управления и других ресурсов для использования предприятиями, в которые вложены средства

*Определения, которые дают Международный валютный фонд (IMF Balance of Payments Manual), а также Организация экономического сотрудничества и развития (OECD Code of Liberalisation of Capital Movements)

Экономические интересы различных групп акционеров и конфликты интересов. Сравнение экономических интересов различных групп акционеров (см. *табл. 1.18*), выявление их несовпадений неизбежно приводит к констатации конфликтов интересов между ними при принятии решений, связанных с управлением акционерным обществом.

Таблица 1.18*

Сравнительная характеристика экономических интересов различных групп акционеров

Экономические интересы крупных акционеров				
Нефинансовые компании	Кредитные институты (в т.ч. коммерческие банки)	Институциональные инвесторы	Индивидуальные инвесторы, не являющиеся менеджерами	Индивидуальные инвесторы-менеджеры
<p>Основной интерес- за более низкую цену акционерного капитала владеть более крупным потоком прибылей. Конечные доходы формируются не только за счет дивидендов, но и за счет оптимизации издержек и налогообложения в группах аффилированных компаний. Повышение рыночной стоимости конкретной компании не является первостепенным интересом (только в моменты, предшествующие продажам компаний, в слияниях и поглощениях). Финансовые интересы мелких акционеров, заинтересованных в росте доходности акций, являются для крупных акционеров второстепенными.</p> <p>Может быть интерес к полному контролю над компанией</p>	<p>Основные интересы- аналогичны крупным акционерам-нефинансовым компаниям. Особенности интересы- к доходам, которые банк формирует за счет компании, в которой он является крупным акционером, как клиента банка (расчетно-кассовое обслуживание, кредитование, фондовые операции и т.д.). Интерес к устойчивости финансов компании (возвратность ссуд, устойчивые остатки на банковских счетах и т.д.). Финансовые интересы мелких акционеров, заинтересованных в росте доходности акций, являются для крупных акционеров второстепенными.</p> <p>Отсутствует интерес к полному прямому контролю над компанией в силу регулятивных ограничений на риски в банковской деятельности</p>	<p>Основной интерес- рост текущей доходности и ликвидности акций, в которые вложены средства при приемлемом уровне риска. Это, в свою очередь, позволяет поддерживать ликвидность и доходность секьюритизированных долговых обязательств и акций (паев) тех институциональных инвесторов, акции (паи) которых обращаются на открытом рынке. В основном, интересы аналогичны интересам мелких инвесторов. Вместе с тем, часть институциональных инвесторов (например, пенсионные планы корпораций, планы стимулирования акциями) находятся «внутри» акционерных обществ, акциями которых они владеют. Соответственно, их интересы начинают совпадать с интересами крупных собственников</p> <p>Отсутствует интерес к полному прямому контролю над компанией в силу регулятивных ограничений на риски в банковской деятельности</p>	<p>Если являются контролирующими акционерами, то склонны рассматривать акционерное общество как свою личную собственность, как созданные ими или старшими поколениями личные активы, минимизируя выплаты любым другим акционерам и стремясь получить доходы от компании не только в форме дивидендов. Вместе с тем в старшем возрасте, если стоит вопрос о продаже компании (выход в отставку), интерес к высокой рыночной оценке акций и в их высокой текущей доходности.</p> <p>Если не являются контролирующими акционерами, также заинтересованы в высокой текущей доходности и ликвидности акций</p> <p>Может быть интерес к полному контролю над компанией</p>	<p>Склонны рассматривать акционерное общество как свою личную собственность, как активы, в создании которых они имеют особые заслуги. Если являются контролирующими акционерами, то их интересы аналогичны интересам других крупных индивидуальных собственников.</p> <p>Если не являются контролирующими собственниками, то наряду с интересом к высокой текущей доходности и ликвидности акций, возникает интерес к перераспределению доходов общества в свою пользу (и в ущерб другим акционерам) за счет очень высокой текущей оплаты труда и крупных вознаграждений менеджерам по результатам работы</p> <p>Может быть интерес к полному контролю над компанией, в т.ч. на основе выкупа за счет кредита, полученного группой менеджеров</p>
Экономические интересы мелких розничных акционеров				
Внешние розничные инвесторы	Работники компании			
<p>Основной интерес- рост текущей доходности и ликвидности акций, в которые вложены средства при приемлемом уровне риска.</p> <p>Отсутствует</p>	<p>Для отдельных работников, не объединенных в группы, являющихся по сути мелкими розничными инвесторами</p> <p>Основной интерес- рост текущей доходности и ликвидности акций, в которые вложены средства при приемлемом уровне риска.</p> <p>Отсутствует (и невозможен)</p>	<p>Для работников, для которых учреждены планы стимулирования акциями</p> <p>Долгосрочный интерес к устойчивому финансовому состоянию компании, росту курсовой стоимости и текущей высокой доходности акций. Вместе с тем активный интерес к тому, чтобы за счет выплат через акции не занижались размеры текущей заработной платы, чтобы она не достигала размеров ниже, чем у сопоставимых компаний той же отрасли. Интерес также к тому, чтобы работники- собственники имели гарантии против увольнения. Как следствие, попытки влиять на решения, принимаемые менеджментом</p> <p>Возможный интерес к выкупу компании ее</p>		

невозможен) интерес к приобретению крупных пакетов акций, которые бы давали какое-либо влияние в компании	интерес к приобретению крупных пакетов акций, которые бы давали какое-либо влияние в компании	работниками* (через планы стимулирования акциями и получаемый в их рамках кредит).
---	---	--

*В США доля компаний, выкупленных своими работниками через планы стимулирования акциями, является значащей

В конечном итоге, все несовпадения экономических интересов различных групп инвесторов возможно свести к тому, что они ведут себя либо как прямые, либо как портфельные инвесторы. Указанные интересы и их различия характеризуются в *табл 1.19*.

*Таблица 1.19**

Сравнительная характеристика экономических интересов различных групп акционеров

<i>Экономические интересы</i>		
Характеристика интересов	Прямые инвесторы	Портфельные инвесторы
Структура инвестиций	Концентрация инвестиций на немногих видах финансовых активов, прежде всего акциях, позволяющих обеспечить прямое влияние на принятие решений в отобранных для прямых инвестиций компаниях	Диверсификация активов в соответствии с избранным профилем рисков, ограничение чрезмерных концентраций на активах конкретных компаний
Временные параметры	Средне- и долгосрочный интерес	Краткосрочный интерес
Повышение рыночной стоимости и прибыльности предприятия	Является приоритетом на перспективу, но не задачей, которая должна быть выполнена немедленно, в короткое время	Очевидный и незамедлительный рост рыночной стоимости и прибыльности предприятия
Инвестиции в предприятие и реструктурирование	Реализация инвестиционных проектов или стратегий по реструктурированию предприятия, которые могут быстро не окупаться, приносить результаты только на перспективу	Отсутствие интереса к длительным и затратным инвестиционным проектам и политикам по реструктурированию предприятия, интерес только к краткосрочным действиям, способным вызвать временные повышательные эффекты на рынке
Курсовая стоимость акций	Снижение стоимости акций позволяет скупать их в необходимом размере, увеличивая долю прямого инвестора в акционерном капитале	Повышение курсовой стоимости акций является главной целью
Подчинение результатов работы предприятия другим интересам	Могут быть приоритетными интересы, не относящиеся к повышению рыночной стоимости и прибыльности отдельно взятого предприятия. Например, снижение налогообложения, рост доходности не отдельного предприятия, а группы компаний, внутри которой перераспределяются ресурсы, доли рынка, завышается прибыльность и рыночная стоимость одних компаний за счет других	Интересы, не связанные с ростом курсовой стоимости акций, не принимаются во внимание

Конфликты интересов. Как следует из приведенного выше анализа только в редких случаях интересы различных групп акционеров совпадают. Эти несовпадения неизбежно рожают конфликты интересов и действия, направленные одной группой акционеров, против другой группы.

Типичные конфликты интересов:

- стремление к высокой текущей доходности и ликвидности акций, краткосрочному повышению стоимости компании против:

- интереса к долгосрочному росту курсовой стоимости, направлению средств на развитие компании в ущерб текущим выгодам

- ориентации на получение доходов за счет перераспределения текущих издержек и налогового бремени среди группы аффилированных компаний (что в данном акционерном обществе может вести к занижению прибылей, появлению искусственных убытков и т.д.)

- интереса к искусственному ограничению объемов производства, прибыли и производственного потенциала компании для снижения конкуренции на рынке, максимизации рыночной стоимости и рыночной ниши аффилированных компаний

- интереса к искусственному понижению рыночной стоимости компании (с целью скупки акций, ослабления налогового бремени, относящегося к акционеру или их группе, противостояния попыткам поглощения компании и т.д.)

- стремление к перехвату контроля акционеров, находящихся в меньшинстве, у акционеров, находящихся в большинстве (на открытом рынке, путем выкупа компании работниками или менеджерами, на основе сделок слияния- поглощения и т.д.)

- преследование целей получения более высоких вознаграждений акционерами- менеджерами и работниками в ущерб политике снижения издержек, текущей дивидендной и курсовой доходности акций

Корпоративное управление (corporate governance). В связи с остротой конфликтов интересов всё более широкое применение находит **концепция корпоративного управления.** По определению Организации экономического сотрудничества, корпоративное управление (corporate governance) является системой, посредством которой управляется и контролируется предприятие, устанавливаются его цели, средства их достижения и контролируется их исполнение.

Корпоративное управление как концепция включает в себя такие вопросы, как преодоление конфликтов интересов внутри предприятия, права акционеров и их соблюдение, равное отношение к акционерам, роль

аффилированных лиц (крупные акционеры, менеджмент) в управлении предприятием, раскрытие информации и прозрачность, распределение полномочий между органами управления, правила принятия решений внутри предприятия, способы согласования и преодоления конфликтов инетресов между акционерами.

Корпоративное управление регулируется не только гражданским и акционерным законодательством, но и в международной практике – «Принципами корпоративного управления» Организации экономического сотрудничества и развития, национальными кодексами корпоративного управления и др.

Инвесторы в российские ценные бумаги. Исследования структуры спроса на российские ценные бумаги практически отсутствуют. Вместе с тем, по экспертным оценкам, до августа 1998 г. 65% вложений на рынке Российской торговой системы (акции) и 35% вложений на рынке Московской межбанковской валютной биржи (государственные долговые обязательства) делались спекулятивными иностранными инвесторами.

После кризиса августа 1998 г. доля иностранных инвесторов существенно снизилась при том, что на рынок акций, с развитием интернет – технологи вошли спекулятивные розничные инвесторы. Их операции на рынке характеризуются следующими расчетами, сделанными на основе данных Московского регионального отделения ФКЦБ (см. *табл. 1.20*).

*Таблица 1.20**

Развитие операций розничных инвесторов в Москве во взаимосвязи с ростом оборотов по акциям на ММВБ

Показатель	1999			2000				2001
	2 квартал	3 квартал	4 квартал	1 квартал	2 квартал	3 квартал	4 квартал	1 квартал
Число розничных инвесторов, ведущих в Москве операции с ценными бумагами, % (8.2 тыс. чел.)	100	129	159	174	238	478	522	483 (39.5 тыс. чел.)
Обороты по акциям на ММВБ, млн. долл.	499	832	1483	3518	3525	5027	4930 (оценка)	4959
Операции с ценными бумагами розничных инвесторов Москвы, млн. долл.	118	147	613	1068	1086	1945	3563	1878
Операции розничных инвесторов Москвы /	0.236	0.177	0.413	0.304	0.308	0.387	0.723	0.379

оборот по акциям ММВБ								
-----------------------	--	--	--	--	--	--	--	--

*Расчитано на основе данных ММВБ и отчетности Регионального отделения ФКЦБ России в Центральном федеральном округе. В расчетах использованы среднеквартальные значения валютного курса, устанавливаемого Банком России.

Число розничных инвесторов в Москве увеличилось с 2 кв. 1999 г. по 3 кв. 2000 г. в 4.8 раза, объем их операций вырос в 17.6 раз, что сопоставимо с ростом оборотов ММВБ (прежде всего за счет акций РАО ЕЭС) в 10.1 раз. Связь динамики оборотов ММВБ и операций московской розницы очевидна.

Контрольные вопросы

К параграфу 10.1:

1. Что такое ценные бумаги и каковы их фундаментальные свойства?
2. В чем состоят особенности эмиссионных ценных бумаг?
3. Дайте понятийную характеристику рынка ценных бумаг, его функций и структуры.
4. Какие существуют модели рынка ценных бумаг и какая модель используется для формирования российского фондового рынка?

К параграфу 10.2:

1. Раскройте и поясните классификацию важнейших видов ценных бумаг
2. Какие разновидности акций существуют и какими характеристиками они обладают?
3. Что такое облигации и каковы особенности различных их видов?
4. Дайте сравнительную характеристику прочих ценных бумаг, кроме акций и облигаций, используемых в российской практике

К параграфу 10.3:

1. Какие потребности эмитентов удовлетворяются на основе эмиссии ценных бумаг?
2. Проведите сравнительный анализ видов инвесторов и их экономических интересов
3. В чем состоят различия между прямыми и портфельными инвесторами?
4. Что такое конфликты интересов акционеров, приведите их примеры во взаимосвязи с корпоративным управлением (corporate governance) как методом урегулирования конфликтов интересов.

Литература

Агарков М.М. Основы банковского права. Учение о ценных бумагах. – М.: Издательство БЕК, 1994. – 349 с.

Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, Финансовая академия при Правительстве РФ, 2002. – 623 с.

Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой академии при Правительстве РФ. – М.: Перспектива, 1995. – 536с.

Рынок ценных бумаг: Учебник для студ.эконом. специальностей и направлений вузов /Авт. кол.: В.А.Галанов, А.И.Басов, Р.А.Аношкин и др.; Под ред. В.А.Галанова, А.И.Басова; Российская экономическая академия им.Г.В.Плеханова.- М.: Финансы и статистика,1998.- 352 с.

Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития / Финансовая академия при Правительстве РФ – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000. – 312 с.

Семенкова Е.М. Операции с ценными бумагами: российская практика.-М.:Перспектива, ИНФРА-М, 1997.- 326 с.

Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бэйли Дж.В. Инвестиции: Пер. с англ.- М.: Инфра-М, 1997.

Ключевые термины

Агрессивный инвестор, акция, акция акционерного общества работников (народного предприятия), акции открытого и закрытого акционерных обществ, акции, размещаемые по открытой и закрытой подписке, акционеры меньшинства, акционеры большинства, альтернативная торговая система, американские депозитарные расписки, англо-американская модель рынка ценных бумаг, безотзывные ценные бумаги, бессрочные ценные бумаги, вексель, бронзовый вексель, внебиржевая торговая система, германская модель рынка ценных бумаг, глобальные депозитарные расписки, государственные ценные бумаги, двойное складское свидетельство, депозитный сертификат, депозитарные расписки, долговая ценная бумага, долгосрочные ценные бумаги, дружеский вексель, еврокоммерческие бумаги, жилищный сертификат, закладная, золотая акция, именная ценная бумага, инвестиционные ценные бумаги, инвестор в ценные бумаги, институциональный инвестор, инфраструктура рынка ценных бумаг, ипотечная облигация, коммерческие бумаги, конвертируемая облигация, конвертируемая привилегированная акция, коносамент, консервативный инвестор, контролирующие акционеры, конфликты интересов акционеров, корпоративный инвестор, корпоративные ценные бумаги, корпоративная облигация, корпоративное управление, краткосрочные ценные бумаги, кумулятивная система голосования, кумулятивная привилегированная акция, младшие ценные бумаги, модели рынка ценных бумаг, муниципальная ценная бумага, неорганизованные рынки ценных бумаг, неспонсируемые американские депозитарные расписки, облигация, обыкновенная акция, объявленная акция, организованный рынок ценных бумаг, отзывная ценная бумага, ордерная ценная бумага, портфельный инвестор, привилегированная акция, переводной вексель, простое складское свидетельство, простой вексель, прямой инвестор, размещенные акции, розничный инвестор, рынок ценных бумаг, сберегательный сертификат, складское свидетельство, смешанная модель рынка ценных бумаг, спекулятивный инвестор, спонсируемые американские депозитарные расписки, среднесрочные ценные бумаги, старшие ценные бумаги, стратегический инвестор, умеренный инвестор, ценная бумага на предъявителя, уставная система голосования, фондовая биржа, фондовый рынок, фундаментальные

свойства ценных бумаг, ценная бумага, чек, эмиссионные ценные бумаги, эмитент.

Глоссарий

Акция - 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.

Вексель - ценная бумага, удостоверяющая ничем не обусловленное обязательство векселедателя (простой вексель) либо иного указанного в векселе плательщика (переводной вексель) выплатить по наступлении предусмотренного векселем срока определенную сумму владельцу векселя (векселедержателю).

Депозитарные расписки на акции - свидетельства о собственности на акции (или на долю в пуле акций), приобретаемые иностранным инвестором, денежные средства которого не пересекают границы. В схеме выпуска депозитарных расписок иностранный брокер – дилер по поручению иностранного инвестора приобретает российские акции на внутреннем рынке России (через свою дочернюю структуру или российского брокера) и размещает их в иностранном банке –депозитарии внутри России. В свою очередь, банк – депозитарий выпускает за границей депозитарные расписки, которые регистрирует и хранит на имя иностранного инвестора.

Институциональные инвесторы - юридические лица и структуры доверительного управления, у которых по характеру деятельности возникают долговременные крупные остатки денежных средств, которые они обычно на профессиональной основе вкладывают в ценные бумаги. К числу институциональных инвесторов обычно относят страховые компании, инвестиционные и пенсионные фонды, благотворительные фонды, денежные фонды профсоюзных организаций, пенсионные, инвестиционные и компенсационные планы, учреждаемые работодателями для своих работников.

Облигация – эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее держателя на получение от эмитента облигации в предусмотренный ею срок ее номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента от этой стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может предусматривать иные имущественные права ее держателя, если это не противоречит законодательству.

Сберегательный (депозитный) сертификат - ценная бумага, удостоверяющая сумму вклада, внесенного в кредитную организацию, и права вкладчика (держателя сертификата) на получение по истечении установленного срока суммы вклада и обусловленных в сертификате процентов в кредитной организации, выдавшей сертификат.

Складское свидетельство – ценная бумага, выдаваемая хранителем поклажедателю в подтверждение принятия от него товара на хранение.

Ценные бумаги – документы установленной формы, являющиеся свидетельством об участии в корпоративной собственности (акции) или о долговом обязательстве (например, облигации). Как правило, обладают обращаемостью и являются товаром на одном из самых сложных и объемных рынков - рынке ценных бумаг.

Чек - ценная бумага, содержащая ничем не обусловленное распоряжение чекодателя банку произвести платеж указанной в нем суммы чекодержателю.

Эмиссионные ценные бумаги – ценные бумаги, обладающие свойством серийности. Такие ценные бумаги эмитируются выпусками, т.е. однородными сериями, классами. Ценные бумаги в таком выпуске имеют одинаковые условия эмиссии (первичного размещения), один и тот же государственный регистрационный номер, предоставляют их владельцам равные по объемам и срокам права, полностью стандартны в сравнении друг с другом. Эмиссионными ценными бумагами являются акции, облигации или иные ценные бумаги, признаваемые государством в качестве эмиссионных.

Эмитент - лицо, выпускающее ценные бумаги и несущее по ним обязанности целью привлечения дополнительных денежных средств либо удовлетворения иных потребностей, связанных с имущественными или неимущественными правами, которые несут ценные бумаги.

Глава 2. Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг

Дается характеристика инвестиционных банков (брокерско-дилерских компаний), их сходства и различий с коммерческими банками в части операций, финансовых инструментов, структуры оборотов и доходов. Раскрываются основные виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, включая брокерские и дилерские операции, доверительное управление, андеррайтинг, операционная и организационная структуры инвестиционного банка (брокерско-дилерской компании). Рассматриваются виды рынков ценных бумаг, включая фондовую биржу. Дается анализ рынков, из которых может состоять фондовая биржа, требований, которые предъявляются к ценным бумагам и участникам рынка при их допуске на фондовую биржу, типов торговых систем, используемых для организации торговли на фондовой бирже. Классифицируются виды сделок и стратегий, используемых на фондовой бирже. Дается характеристика регулятивной инфраструктуры рынка ценных бумаг, ее основных моделей, используемых в зарубежной и международной практике, элементов и функций.

2.1. Инвестиционные банки

Понятие инвестиционного банка

В традиционном понимании, сложившимся на международных рынках, *инвестиционные банки* – это брокерско – дилерские компании, предоставляющие полный круг услуг на рынке ценных бумаг в области андеррайтинга, дилерских и брокерских операций, инвестиционного консультирования, доверительного управления и др. Инвестиционный банк – это не правовое, а экономическое понятие, являющееся синонимом полносервисной брокерско – дилерской компании.

Часто инвестиционные банки терминологически путают с *банками развития* (кредитные организации, привлекающие долгосрочные денежные ресурсы и направляющие их на цели длительных инвестиций в форме долгосрочного кредитования и проектного финансирования).

Инвестиционные банки (брокерско – дилерские компании) имеют *черты сходства с коммерческими банками*. Как те, так и другие являются финансовыми посредниками. В этом качестве они осуществляют *перераспределение денежных ресурсов* от тех экономических агентов, которые

имеют их в избытке, к тем, которые нуждаются в них для инвестиций в производство и поддержания текущего хозяйственного оборота

Различия коммерческих и инвестиционных банков, в первую очередь, в том, что они работают с **разными финансовыми инструментами**, через которые осуществляется перераспределение денежных ресурсов.

Основа деятельности коммерческого банка – прямое банковское кредитование, расчетно – кассовое обслуживание и привлечение денежных средств в депозиты.

Основа инвестиционного банка – операции с ценными бумагами (андеррайтинг, привлечение денежных ресурсов на основе выпуска ценных бумаг, брокерско – дилерские операции, доверительное управление ценными бумагами, инвестиционное консультирование по поводу сделок с ценными бумагами). Кроме того, исторически *коммерческий банк* - в большей мере институт краткосрочного финансирования, *инвестиционный банк*- институт как краткосрочного, так и долгосрочного финансирования.

Различия между инвестиционными и коммерческими банками, основанные на несовпадении финансовых инструментов, лежащих в основе их операций, хорошо видны в сравнении структуры оборотов и доходов указанных финансовых институтов (*рис. 1* и *рис. 2*)

Рисунок 1

Сравнение структуры оборотов средств инвестиционного и коммерческого банков



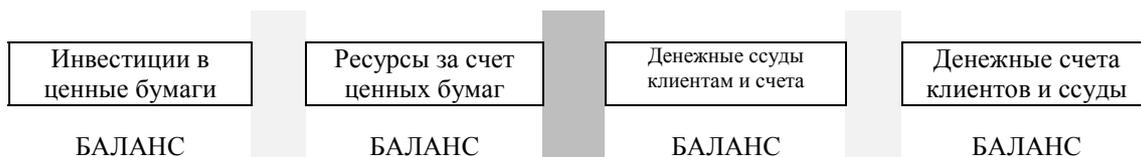


Рисунок 2

Сравнение структуры доходов коммерческих и инвестиционных банков

Коммерческие банки	Инвестиционные банки
Проценты полученные	Комиссии (брокерское обслуживание)
	Доходы от сделок за свой счет
	Доходы от управления активами
Проценты уплаченные	Доходы от андеррайтинга и обслуживания клиентов на первичном рынке
	Проценты полученные
Доходы от прочих банковских услуг	Проценты уплаченные
Нетто- выручка	Нетто- выручка

Как указывалось выше, в ряде стран, в т.ч. отчасти в России, основными участниками рынка ценных бумаг являются *универсальные коммерческие банки*, которые соединяют в своей деятельности коммерческую и инвестиционную банковскую деятельность, активно инвестируют в акционерные капиталы хозяйства, имеют контрольные участия в капиталах предприятий. Коммерческие банки всего мира видят в операциях с ценными бумагами более прибыльный рынок (в сравнении с традиционным коммерческим банковским делом), возможности диверсификации бизнеса, рост своего влияния и, наконец, следуют международной тенденции к секьюритизации финансовых активов (превращение нестандартных финансовых продуктов, выпускаемых на индивидуальных условиях, в серийные, стандартные и обращаемые финансовые инструменты).

С другой стороны, во всё большей мере создаются *финансовые конгломераты*, в рамках которых инвестиционные банки могут быть

собственниками дочерних коммерческих банков, страховых компаний, компаний по финансированию недвижимости, управляющими семейства инвестиционных фондов и т.п.

Инвестиционные банки в России. Статистика брокерско – дилерских компаний и универсальных коммерческих банков, действующих на российском рынке ценных бумаг. приведена выше (см. *табл.*). Проблема этих финансовых институтов – в их недостаточной капитализации, а также в том, что обороты рынка концентрированы на очень узкой группе компаний, обладающих наибольшей операционной способностью.

10-20 универсальных банков и брокерских компаний, составляющих 5-10% от числа компаний, заключающих сделки на организованных рынках, формируют 60-80% торгового оборота по акциям (*табл. 2.1*).

Таблица 2.1*

Характеристика олигополии на российском рынке акций

До кризиса августа 1998 г. - компании с оборотом более 25 млн. долл. за месяц			После кризиса августа 1998 г. - компании с оборотом более 5 млн. долл. за месяц				
Число компаний	Доля в общем числе компаний, заключивших сделки в РТС, %	Доля в сделках с акциями, заключенных в РТС, %	Число компаний	Доля в общем числе компаний, заключивших сделки в РТС, %	Доля в сделках с акциями, заключенных в РТС, %		
22	<u>январь 1998</u>	60.5		<u>август 1998</u>	71.8		
	5.7		20	7.7			
			11	<u>октябрь 1999</u>		11.3	
			33	<u>октябрь 2000</u>		27.0	
			С оборотом более 20 млн. долл.	12		9.8	67.4
			22	<u>декабрь 2001</u>		20.8	85.2
			С оборотом более 20 млн. долл.	7		6.6	58.0

*Расчитано по данным РТС.

Виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

Инвестиционный банк (брокерско – дилерская компания), как профессиональный участник рынка ценных бумаг, может осуществлять следующие виды деятельности: а)брокерская, б)дилерская, в)доверительное управление ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги. г)депозитарная, д)инвестиционное консультирование, е)андеррайтинг и гарантирование размещения ценных бумаг и др.

Вход на рынок. С целью снижения рисков на рынке ценных бумаг государство предъявляет ряд требований к инвестиционным банкам при допуске их на рынок: а) достаточность капитала (как финансовой подушки, амортизирующей риски), б) наличие лицензии, в) наличие аттестованного государством персонала (квалификация и соответствие этическим требованиям), г) наличие хорошо поставленных систем учета, внутреннего контроля, управления рисками и конфликтами интересов и др.

Конфликты интересов. Под конфликтами интересов понимаются противоречия имущественных и иных интересов а) инвестиционного банка или его сотрудников и клиентов, б) инвестиционного банка и его сотрудников, которые могут вести к действиям (бездействию), приносящим убытки или иной ущерб клиентам или инвестиционному банку. Например, инвестиционный банк мог бы, располагая поручением клиента на продажу ценных бумаг, ввести это поручение на рынок не в тот момент, когда клиент получит лучшую цену, а тогда, когда это лучше соответствует собственной стратегии инвестиционного банка при игре с бумагами из своего портфеля. Или, например, брокер заинтересован в том, чтобы искусственно наращивать количество сделок с ценными бумагами клиента, даже тогда, когда это клиенту невыгодно, чтобы увеличить свои комиссионные).

В брокерско – дилерских компаниях в обязательном порядке создаются системы управления конфликтами интересов, предупреждающие нежелательные ситуации.

Брокерская и дилерская деятельность

Брокерская деятельность. В качестве брокера инвестиционный банк является посредником между клиентом и встречным продавцом / покупателем ценной бумаги. Клиент входит на рынок ценных бумаг через брокера. На практике это приводит к тому, что клиенты не могут непосредственно работать на крупных организованных рынках ценных бумаг, им это запрещено, они

могут это сделать только через брокера. Соответственно, сделки с ценными бумагами на таких рынках заключаются не напрямую между клиентами, а между брокерами.

Брокерская деятельность инвестиционного банка основана на договорах комиссии или поручения, выдаче доверенности. Сравнительная характеристика операций брокера на этих основаниях приведена в *табл. 2.2*.

*Таблица 2.2**

Сравнительная характеристика операций брокера на основаниях договоров комиссии, поручения и доверенностей

Критерий сравнения	Договор комиссии	Договор поручения	Доверенность
Сторона, которой является брокер	Комиссионер	Поверенный	Представитель
Сторона, которой является клиент	Комитент	Доверитель	Представляемое лицо
Содержание договора	Совершить сделку с ценными бумагами: - за счет клиента, - в интересах клиента, - от имени брокера	Совершить сделку с ценными бумагами: - за счет клиента, - в интересах клиента, - от имени клиента	Совершить сделку с ценными бумагами: - за счет клиента - в интересах клиента - от имени клиента (представляемого лица)
Оплата услуг брокера	Комиссионное вознаграждение	Вознаграждение, определяемое на договорных условиях	Вознаграждение, определяемое на договорных условиях
Обязанности брокера	Совершить сделку на наиболее выгодных условиях.		

Брокер также хранит деньги клиентов, предназначенные для вложения в ценные бумаги или полученные от их продажи (это схоже с открытием и ведением денежных счетов клиентов в коммерческих банках).

Дилерская деятельность. В качестве **дилера** инвестиционный банк совершает сделки купли – продажи ценных бумаг за свой счет и от своего имени на основе публичного объявления цен покупки и продажи с обязательством совершать операции по этим ценам. В результате на фондовом рынке одновременно присутствует множество двусторонних котировок по одним и те же ценным бумагам, что создает постоянную ликвидность рынка.

Дилерская деятельность является основой для выполнения инвестиционными банками функции **маркетмейкера**, в рамках которой группа брокеров – дилеров принимает на себя ответственность за поддержание ликвидности определенного сегмента рынка или отдельных ценных бумаг. выражая готовность продавать и покупать их за свой счет по публично объявленным ценам.

Этика фондового бизнеса. Запрещенные брокерские практики.

Огромные объемы средств, проходящие через рынок ценных бумаг, конфликты интересов, которыми он пронизан, заставляют предъявлять особые требования к этике ведения фондового бизнеса. Брокеры – дилеры должны действовать исходя из лучших интересов клиентов. Клиенты должны иметь равный и справедливый доступ на рынки. Рынок должен функционировать **эффективно** – должны быть созданы условия для того, чтобы цена формировалась только под влиянием естественных рыночных факторов и чтобы инвесторы принимали решения только на основе публично доступной информации. Любые формы манипулирования рынком, нарушения этики, использования для спекуляции внутренней информации компаний, не раскрытой публично, должны запрещаться и наказываться (в международной практике – вплоть до уголовной ответственности).

Наиболее важными элементами этики фондового бизнеса являются: а) честное и с надлежащим усердием исполнение поручений исходя из лучших интересов клиента, по наилучшей цене, в возможно короткие сроки, б) приоритет интересов клиента над интересами брокера, первоочередное исполнение сделок клиента, в) раскрытие всей необходимой информации, необходимой для принятия решения в соответствии с инвестиционными целями клиента, г) соответствие сделок законодательству, д) избежание конфликтов интересов, раскрытие информации о конфликтах интересов, е) поддержание надлежащей операционной способности, ж) запрещение гарантирования доходности и других агрессивных практик продаж брокерских продуктов, точная и своевременная отчетность перед клиентом.

Запрещение манипулирования. Манипулированием на рынке ценных бумаг признаются действия любого участника рынка (брокера, эмитента, инвестора), их сотрудников и любых заинтересованных лиц, направленные на искусственное изменение цены финансового инструмента: а) одновременное выставление поручений на покупку и продажу по ценам, явно отличным от рыночных, б) сговор о покупке / продаже по ценам, явно отличным от рыночных, в) совершение серий сделок, не приводящих к смене собственника

или в кругу заинтересованных лиц с тем, чтобы искусственной активностью воздействовать на цену, г) совершение сделок и выставление заявок по ценам, отличающимся от рыночных, в периоды времени, задающие ценовой уровень (например, при открытии или закрытии торговли), д) распространение ложной или вводящей в заблуждение информации об эмитенте, способной повлиять на курс его ценных бумаг, д) совершение серий сделок по торговому плану, преследующему цель дестабилизировать курс (например, серия сделок с непрерывно понижающейся ценой) и т.п.

Запрещение сделок со служебной (инсайдерской) информацией.

Служебной признается любая информация об эмитенте, которая может повлиять на курс его ценных бумаг, но не является публично раскрытой и, соответственно, не равно доступна инвесторам. Например, информация о финансовых результатах компании, о дивидендах, о готовящейся реорганизации, смене руководства и т.п.

Если бы сотрудники эмитента, владеющие этой информацией, или любые другие лица, получившие к ней доступ в силу служебного или родственного положения, или в силу договора, могли бы совершать сделки с ценными бумагами эмитента, то они получили бы ощутимые преимущества в сравнении с другими инвесторами.

Поэтому подобные сделки запрещены.

Андеррайтинг

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

Андеррайтер - финансовый посредник (инвестиционный банк, универсальный коммерческий банк) или их группа, обслуживающая и гарантирующая первичное размещение ценных бумаг, осуществляющая их

покупку для последующей перепродажи частным инвесторам. В этом качестве он принимает на себя риски, связанные с неразмещением ценных бумаг.

Функции инвестиционного банка, как андеррайтера, отражены в *схеме 3*:

Схема 3

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

Виды андеррайтинга отражены в *табл. 2.3*.

*Таблица 2.3**

Сравнительная характеристика видов андеррайтинга

Андеррайтинг "на базе твердых обязательств"	Андеррайтинг "на базе лучших усилий"	Конкурентный андеррайтинг
По условиям соглашения с эмитентом андеррайтер несет твердые обязательства по выкупу всего или части выпуска по фиксированным ценам. Если часть выпуска окажется невостребованной инвесторами, то андеррайтер обязан ее приобрести, принимая финансовые риски размещения ценных бумаг. Если момент размещения по фиксированным ценам совпадает с понижением курсов на вторичном рынке, то андеррайтер может понести огромные курсовые потери.	По условиям соглашения с эмитентом андеррайтер не несет обязательств по выкупу нераспроданной части эмиссии. Финансовые риски, связанные с неразмещением части ценных бумаг, ложатся на эмитента. Нераспроданная часть эмиссии возвращается ему. Андеррайтер обязан приложить все лучшие усилия для размещения бумаг, однако, финансовой ответственности за конечный результат он не несет.	Подготовку эмиссии на конкурентных началах ведут несколько андеррайтеров, каждый из которых формирует свои ценовые условия, эмиссионные синдикаты и т.д. (скрытно от другого). Эмитент выбирает андеррайтера по конкурсу заявок на проведение андеррайтинга, ориентируясь на лучшие ценовые и объемные условия. Если андеррайтер А при прочих равных предлагает установить цену выкупа ценных бумаг у эмитента по 100 рублей, а андеррайтер Б - по 95 рублей, то эмитент предпочтет андеррайтера А.

Эмиссионный синдикат - группа андеррайтеров (инвестиционных банков, по крупным выпускам до 200 – 250 членов), совместно, на договорных началах, на принципах разделения прибылей осуществляющих андеррайтинг - организацию, размещение и гарантирование выпуска ценных бумаг. Эмиссионный синдикат - не является юридическим лицом, это временное объединение инвестиционных банков для выполнения одной задачи, для принятия совместных обязательств в отношении конкретного выпуска ценных бумаг. Обычно существует до 6-8 месяцев, при этом члены синдиката,

сотрудничая в отношении одной ценной бумаги, могут конкурировать на других участках рынка.

Структура эмиссионного синдиката приведена на *схеме 4*.

Схема 4



Менеджер эмиссионного синдиката принимает на себя наибольшие обязательства по выкупу ценных бумаг, организует работу синдиката и его отношения с эмитентом и инвесторами. Часть указанных функций менеджер делегирует 6-7 брокерско- дилерским компаниям- **со-менеджерам** (в крупном синдикате), каждая из которых, соответственно, координирует работу 20-30 членов синдиката, а также принимает к выкупу значительные доли эмиссии. В качестве **рядовых членов** синдиката обычно выступают средние и мелкие брокерско- дилерские компании, действующие в межрегиональном и региональном масштабе. **Привилегированные члены** отличаются от **непривилегированных** масштабом взятых на себя обязательств и, следовательно, ценовой скидки, которую они получают при выкупе ценных бумаг у эмитента.

Пример того, как «физически» происходит распределение эмиссии, приведен на *схеме 5*:



Доверительное управление ценными бумагами

Потребность в доверительном управлении возникает в случае: а) создания инвестиционных и пенсионных фондов, других коллективных инвесторов, активы которых должны управляться на профессиональной основе, б) накопления предприятиями и населением крупных сбережений, управление которыми должно неизбежно обособиться от основной профессиональной деятельности владельцев денег, в) управление завещанным имуществом или целевыми фондами (благотворительность, финансирование образования, медицинские проекты и т.п.).

В качестве доверительного управляющего инвестиционный банк не только является посредником для клиента, как это было, когда он выступал в качестве брокера. В этом случае он также сам – вместо клиента - принимает решения по инвестициям на рынке ценных бумаг или продаже их в качестве невыгодных активов.

Указанная деятельность инвестиционного банка основана на *договоре доверительного управления*, применение которого имеет особенности на рынке ценных бумаг (см. *табл.2.4*).

Характеристика договорных основ доверительного управления ценными бумагами

Договор доверительного управления	
Объект доверительного управления	Ценные бумаги и средства инвестирования в ценные бумаги
Сторона, которой является инвестиционный банк	Доверительный управляющий
Сторона, которой является клиент	Учредитель доверительного управления
Сторона, в чью пользу совершается договор	Выгодоприобретатель
Содержание договора	Осуществление всех прав, удостоверенных ценными бумагами (дивиденды и проценты, получение долга, право голоса и т.п.); осуществление всех прав в отношении ценных бумаг (купля-продажа, передача в залог, любые иные действия) - за счет клиента, - в интересах клиента, от своего имени Расходование денежных средств для приобретения в доверительное управление ценных бумаг
Оплата услуг доверительного управляющего	Вознаграждение
Обязанности доверительного управляющего	Наличие инвестиционной декларации, соблюдение ограничений, регулирующих конфликт интересов (например, запрет за счет средств, находящихся в доверительном управлении, приобретать собственные ценные бумаги; запрет покупки в свою собственность ценных бумаг, находящихся в доверительном управлении, и т.п.)

В качестве отдельных функций, требующих обособленной деятельности, инвестиционные банки выступают в качестве **управляющих компаний**, осуществляющих доверительное управление **инвестиционными** и **пенсионными фондами, общими фондами банковского управления** (в структуре коммерческих банков) или даже создающих свои собственные (под своим именем) семейства коллективных инвесторов.

Инвестиционное консультирование и прочие операции

В качестве **инвестиционного консультанта** брокерско – дилерские компании, основываясь на договорах подряда, выполняют такие работы, как:

а) анализ рынка ценных бумаг (анализ возможности совершения сделок, изучение и прогнозирование конъюнктуры); разработка и экспертиза стратегий выхода на фондовый рынок, инвестиционных проектов, схем финансирования через рынок ценных бумаг; конструирование, организация и сопровождение эмиссий ценных бумаг, получение листинга на бирже; разработка портфельных стратегий, анализ эмитентов для определения возможностей инвестирования, анализ и оценка состояния портфеля с позиций достижения его целей, уровня рисков и ликвидности; подготовка сопровождение реорганизаций компаний и сопутствующих им операций с ценными бумагами; конструирование и сопровождение отдельных сделок с ценными бумагами и т.п.

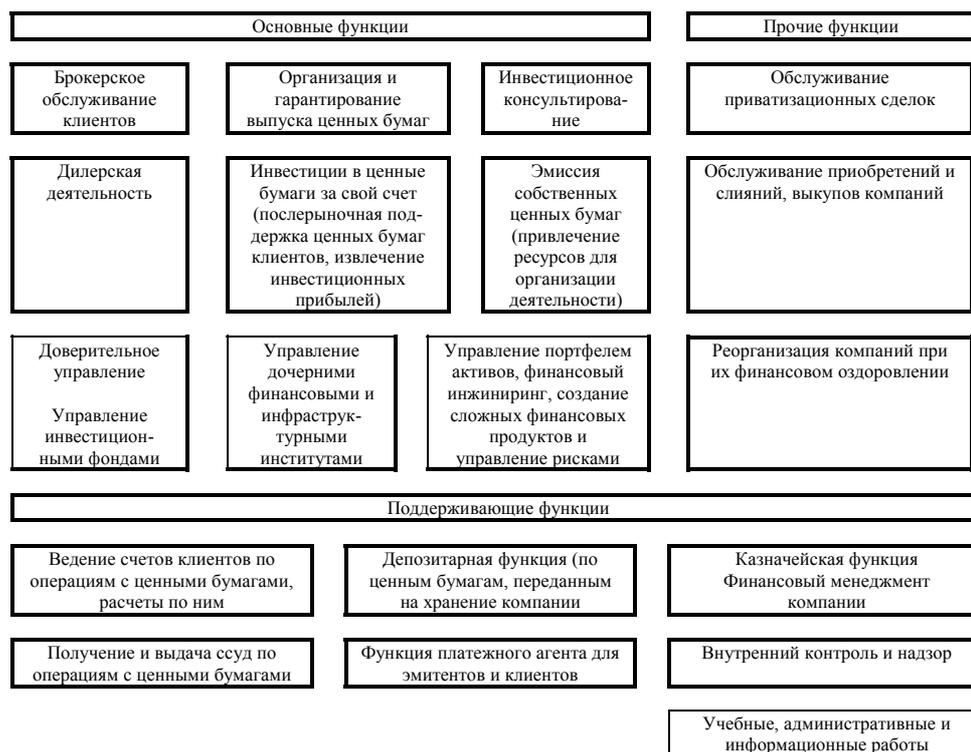
Инвестиционные банки, имеющие в своем *составе депозитарные подразделения*, выполняют также значительный объем технических операций, относящихся к хранению ценных бумаг, их обмену, возмещению утраченных, инкассации платежей по ценным бумагам и т.п.

Значительный объем операций относится к *сделкам за свой собственный счет, привлечению денежных ресурсов* путем выпуска ценных бумаг, предоставлению и *получению ссуд ценными бумагами* для поддержания своей ликвидности на рынке и спекулятивной деятельности.

Структура инвестиционного банка

Проведенный анализ дает возможность представить *операционную структуру* инвестиционного банка (схема 6):

Схема 6



В основе *организационной структуры* могут лежать функциональный, продуктовый, региональный, проектный или иные критерии, но в любом случае инвестиционный банк будет состоять из трех зон:

Клиентская зона (front office)	- взаимоотношения с клиентами, поиск новых клиентов, их консультирование, прием от них распоряжений
---------------------------------------	---

Торговая зона (middle office)

- выполнение сделок с ценными бумагами на первичном и вторичном рынках за свой и клиентский счет

Операционная зона (back office)

-выполнение учетных, коммуникативных, надзорных, административных, информационных и т.п. функций

2.2. Организованные рынки

Виды рынков. Организация торговли является профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг. В ее рамках существуют следующие виды организованных рынков, право торговать на которых имеют только брокеры - дилеры: а)*фондовые биржи*, б)*внебиржевые торговые системы* (распределенные дилерские рынки, основанные на вычислительных сетях. облегченные критерии допуска на рынок участников и листинга ценных бумаг), в)*альтернативные торговые системы* (являются коммерческими проектами, обычно принадлежат брокерам – дилерам, охватывают отдельные сегменты рынка, основаны на вычислительных сетях).

Фондовая биржа – это лучший рынок, созданный для лучших ценных бумаг лучшими (крупнейшими, пользующимися доверием и финансово устойчивыми) брокерами – дилерами. **Признаки классической фондовой биржи:** а)централизованный рынок, с фиксированным местом торговли, б)существование процедуры отбора (листинга) лучших товаров (ценных бумаг) и допуска лучших брокеров – дилеров в члены биржи, в)наличие временного регламента торговли ценными бумагами и стандартных торговых процедур, централизованный аукцион, г)централизация регистрации сделок и расчетов по ним, централизованная депозитарная система, д)установление официальных биржевых котировок, е)надзор за членами биржи (с позиции их финансовой устойчивости, безопасности ведения бизнеса и соблюдения этики фондового рынка), ж)некоммерческий характер деятельности с тем, чтобы предупредить конфликт интересов между брокерами – дилерами и биржей, которую они создают исключительно как рыночное место для ведения своих операций.

Постепенная компьютеризация всех стадий заключения сделок, появление распределенных вычислительных сетей и, на этой основе, организованных внебиржевых торговых систем (конец 70-х г.г.) и

альтернативных торговых систем (90-е г.г.), конкуренция с ними привели к изменению облика фондовой биржи. В этом же направлении действовала необходимость финансирования через рынок ценных бумаг не только старых устойчивых предприятий, но и сферы инноваций, молодых быстро растущих компаний.

Поэтому сейчас фондовая биржа стала конгломератом различных торговых систем, с глубокой степенью автоматизации всего цикла биржевых сделок (ввод приказов - аукцион - регистрация сделок – распространение информации – последующий контроль – перевод денежных средств – перевод ценных бумаг – перерегистрация бумаг на имя нового собственника – отчетность о заключении сделки). На фондовой бирже появились рынки для ценных бумаг молодых компаний. Всё в большей мере биржи стали преобразовываться в коммерческие организации, имеющие форму акционерных обществ и ведущие конкурентную борьбу. Происходит сращивание фондовых бирж с внебиржевыми рынками и альтернативными торговыми системами. Торговые полы и «системы открытого выкрика» продолжают существовать на всё меньшем количестве бирж. С конца 90-х г.г. началась глобализация деятельности фондовых бирж, создание их групп, слияния на межстрановом уровне.

Российские фондовые биржи. Как уже указывалось, более 90% оборотов рынка в России приходится на 3 московские фондовые биржи (см. выше ***табл.1.6***).

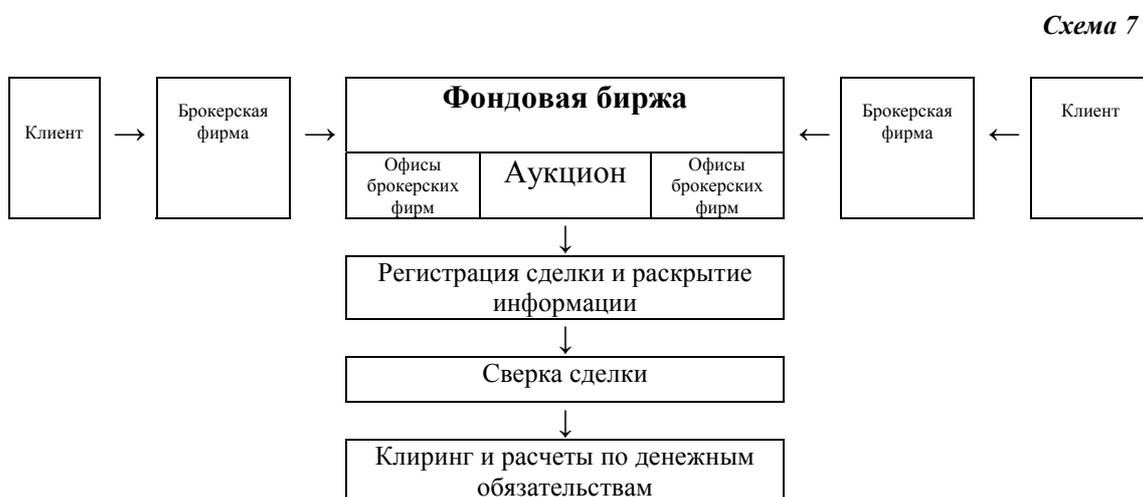
Очевидно, что более 70% оборотов российского биржевого рынка акций приходится на ММВБ, четверть рынка занимает РТС. По оценкам профессиональных участников рынка, внебиржевой оборот (прямые сделки брокеров – дилеров, минуя торговые площадки) составляет 35-40% российского рынка акций (как биржевого, так и внебиржевого), или 55-65% от размеров биржевого рынка (2000 год).

Распространенные критерии членства на фондовой бирже: а) наличие лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, б) коммерческая

репутация, опыт в бизнесе ценных бумаг, в) квалификация, компетентность и честность персонала, г) операционная способность на фондовом рынке, г) согласие с регулятивными правилами и надзорными функциями фондовой биржи, д) соответствие финансовым стандартам (достаточность капитала, отношение капитала и задолженности др.), е) соответствие необходимым требованиям организации учета и аудита, предоставление отчетной информации на биржу, ж) специальные требования (размещение обеспечения под будущие биржевые операции или депозита в банке, невовлеченность в бизнес, который не одобряет биржа и т.п.).

Обычные *требования к ценным бумагам, котирующимся на бирже (листинг)*: а) соответствие законодательству правового статуса эмитента, б) период существования эмитента (например, не менее 3 лет), в) соответствие законодательству правового статуса ценной бумаги (например, свобода обращения, наличие государственной регистрации), г) удобство номиналов ценных бумаг с позиций ликвидности рынка, д) достаточность капитализации рынка или стоимости долговых ценных бумаг в обращении для того, чтобы поддержать ликвидность рынка, е) количество ценных бумаг в свободном обращении, достаточное для обеспечения ликвидности, ж) устойчивость и достаточная величина финансовых результатов эмитента (чистые активы, прибыли, дивиденды).

Технологическая схема фондовой биржи имеет следующий вид (схема 7).





Типы рынков, создаваемых на фондовой бирже. Биржа является конгломератом рынков, выделяемых по различным критериям: а) по видам ценных бумаг (сегменты акций, облигаций, warrants и подписных прав, срочных контрактов), б) по видам сделок (регулярных, с расчетами через несколько дней, кассовых, с расчетами в тот же день, и срочных), д) по технологиям (торговый пол с системой «открытого выкрика», компьютерные системы ввода приказов, автоматического аукциона и раскрытия информации, автоматической сверки сделок и клиринга и т.п.), е) по инвестиционным качествам ценных бумаг («второй», «третий», «свободный» рынки с облегченными критериями доступа, рынок молодых компаний роста, рынок компаний высоких технологий и т.п.), ж) по величине сделок (рынок крупных блоков, рынок торговли неполными лотами, система для исполнения малых приказов и т.п.), з) межбиржевые рынки, и) по типам торговых систем (система продвижения котировок и система продвижения ордеров).

Типы торговых систем. Система продвижения котировок характеризуется тем, что это **дилерский рынок** с присутствием маркет-мейкеров, существующий в форме распределенной вычислительной сети. Сделки совершаются на основе двусторонних котировок, открытых дилерами, доставляемых к трейдерам на экраны рабочих станций. Аукцион отсутствует, сделки заключаются по телефону (телефонный рынок).

Система продвижения ордеров – это **аукционный рынок**, в рамках которого вводятся заявки на покупку и предложения о продаже и затем осуществляется их автоматический мэтчинг (сведение) на основе книги лимитных ордеров. Существует в форме вычислительной сети (автоматический аукцион).

Аукционные рынки характеризуются: а) публичными гласными торгами, б) открытым соревнованием покупателей и продавцов в назначении ценовых и других условий сделок по ценным бумагам, в) наличием механизма

сопоставления заявок и предложений о продаже и установления таких заявок и предложений, которые взаимно удовлетворяют друг другу и могут служить основанием для заключения сделок

Аукционные рынки существуют в следующих формах: а) *простой аукцион* (ценовое соревнование только между покупателями, на биржах применяется на начальных этапах создания), б) *голландский аукцион* (ценовое соревнование покупателей), в) *двойной аукцион* (ценовое соревнование как покупателей, так и продавцов), который, в свою очередь, может принимать форму *онкольного аукциона* и *двойного непрерывного аукциона (схема 8)*.

Схема 8

Простой аукцион	Голландский аукцион	Онкольный аукцион	Двойной непрерывный аукцион
<p>Состоит из нескольких этапов: а) предварительный сбор предложений на продажу, б) открытые торги по каждой позиции листа предложений, при которых аукционист организует публичное ценовое соревнование между покупателями, прекращая торги и фиксируя сделку после объявления одним из покупателей наивысшей цены, в) переход к следующей позиции листа предложений и начало торгов по ней</p>	<p>Происходит предварительное накопление заявок покупателей, они заочно рассматриваются эмитентом или посредником, работающим в его интересах. Устанавливается единая официальная цена, которая равна самой нижней цене (т.н. цене отсечения) в заявках на покупку, позволяющей продать весь выпуск. Все заявки по ценам, представленным выше официальных, удовлетворяются по официальной цене. В других вариантах: а) все заявки удовлетворяются по ценам, по которым они поданы (если они выше цены отсечения), б) все заявки удовлетворяются по средневзвешенной цене заявок (которая выше цены отсечения)</p>	<p>Время торгов разделено на определенные интервалы, в течение которых происходит накопление заявок, а затем в определенный момент времени дискретно проводится аукцион. При накоплении заявки ранжируются по ценовым предложениям, временной последовательности и количеству. В этой очередности они и удовлетворяются. По определенным правилам устанавливается единый официальный курс, по которому можно удовлетворить наибольшее количество заявок и предложений. После их удовлетворения, оставшиеся позиции формируют список нерелизованных заявок и предложений, с которой биржа начинает следующий период накопления заявок и подготовки к онкольному аукциону</p>	<p>Заявки на покупку и поручения о продаже поступают непрерывно и попадают в книгу лимитных ордеров (книгу, в которой в ожидании стоят накопленные приказы «купить не выше такой-то цены» и «продать не ниже такой-то цены», оставшиеся не реализованными. Вновь поступающие заявки сравниваются с поступившими ранее (оставшимися нерелизованными) и если они совпадают, то удовлетворяются в порядке поступления, а при одновременности последнего – выполняются наибольшие по сумме поручения. Если поступившее поручение невозможно удовлетворить, то лицо, выступившее с ним, либо изменяет ценовые условия и снова предлагает его к выполнению, либо, если это лимитный приказ, регистрирует его как неисполненное и ставит его в список неисполненных поручений (книгу лимитных ордеров). Механизм работы рынка построен так, что покупатель ценных бумаг, изменяя ценовые условия, движется в сторону все более высоких цен, продавец – все более низких, до тех пор, пока ценовые условия не устроят обе стороны</p>

Российские фондовые биржи существуют в форме распределенных вычислительных сетей, на них отсутствуют торговые полы и системы «открытого выкрика». ММВБ – основана на двойном непрерывном аукционе и – в отдельные моменты торгов – онкольном аукционе, с полностью компьютеризированным циклом ввода приказов, автоматического аукциона и последующей обработки сделок. РТС – дилерский рынок, с более чем 90% денежных расчетов по офф-шорным банковским счетам за рубежом.

Виды биржевых приказов. Наиболее распространенными являются приказы:

а) **рыночные приказы** - – приказы купить / продать ценные бумаги по наилучшей цене в момент, когда приказ достигнет пола (обычно – большинство приказов – рыночные),

б) **лимитные приказы** – приказ продать ценную бумагу по цене не ниже, чем цена X (назначаются выше текущего курса), или купить ценную бумагу по цене не выше, чем цена Y (назначаются ниже текущего курса). Если приказ не удастся исполнить сразу, то его размещают в книге лимитных ордеров (двойной непрерывный аукцион), либо в книге онкольного аукциона, где он находится до прихода противоположного приказа, с которым можно осуществить мэтчинг

в) **стоп-приказы** – начать покупать, как только цена поднимется до уровня X (назначаются выше текущего уровня цен, автоматическое начало игры на повышение или защита реализованной прибыли при игре на понижение), или начать продавать, как только цена опустится до уровня Y (ниже текущего уровня цен, автоматическое начало игры на понижение или защита реализованной прибыли при игре на повышение)

г) **стоп-лимитные приказы** – начать покупать, как только цена поднимется до уровня X , но не выше цены $X1$, или начать продавать, как только цена опустится до уровня Y , но не ниже уровня $Y1$ (аналог стоп-приказов, но с установлением лимитов для ограничения рисков)

Другие **разновидности приказов:** а)**при открытии** (рыночный или лимитированный ордер) – первая сделка с акцией (необходимо поймать движение акции при открытии), б)**при закрытии** (рыночный или лимитированный ордер) – последняя сделка с акцией (необходимо поймать движение акции при закрытии), в)**по времени исполнения** (ордер на день (исполняется в течение дня или автоматически в конце дня), недельный ордер,

месячный ордер, открытый ордер – до исполнения, обычно ежемесячно или ежеквартально подтверждается клиентом)

Виды сделок в торговых системах: а) портфельные или прямые инвестиции, б) спекулятивные сделки, в) хеджирующие сделки, г) арбитражные сделки, д) сделки с использованием служебной информации (инсайдерские сделки, см. выше), е) манипулятивные сделки (см. выше), ж) сделки с нарушением этики отношений с клиентами (например, финансовые пирамиды, чрезмерно активное заключение сделок по счету клиента с целью увеличения комиссионных брокера и т.п.)

Спекулятивные сделки - сделки, преследующие цель извлечения прибыли из изменения (преимущественно краткосрочного) курсов ценных бумаг в зависимости от экономической конъюнктуры, политических рисков, финансово – хозяйственного положения эмитентов и прочих факторов, влияющих на соотношение спроса и предложения в торговых системах.

Необходимо отличать спекулятивные сделки от арбитражных и хеджирующих. **Отличительные особенности спекулянтов:** а) профессионализм игры, основанный на анализе тенденций рынка, в) принятие существенно более высоких уровней риска и нестабильности рынка, чем это делают арбитражеры и хеджеры, д) противостояние умеренным и консервативным инвесторам, а также профессиональным участникам, осуществляющим специальные стратегии (арбитраж, хеджирование), ж) важная роль в поддержании ликвидности рынка, являются необходимым элементом рынка, поддерживающим его ликвидность, конкурентоспособность, способность устанавливать справедливые цены

Виды спекулятивных стратегий: а) сделки на повышение, б) сделки на понижение, в) комбинационные сделки (комбинации игры на понижение и повышение). На рынке ценных бумаг *игра на повышение* всегда связана с покупкой ценных бумаг (за собственный счет или за счет денежной ссуды) с тем, чтобы перепродать их по более высокой цене. Игра на понижение ведется на основе:

-короткой (“без покрытия”, без наличия у брокера) продажи ценной бумаги на срок по фиксированной цене с тем, чтобы если к сроку поставки курс бумаги упадет, приобрести ее по более низкому курсу и поставить по более

-получение ссуды ценными бумагами и их кассовая продажа с тем, чтобы, если к моменту погашения ссуды, курс ценных бумаг упадет, приобрести их по более низкой цене для возврата ссуды

Спекулятивные стратегии могут строиться также на сочетании операций с ценными бумагами и срочными контрактами на них. В зависимости от психологического настроения участников и экономической конъюнктуры фондовые рынки могут иметь в тот или иной момент времени повышательный характер (количество “быков” превышает количество “медведей”, первые более активны). Долгосрочные наблюдения на развитых фондовых рынках показывают, что, как правило, периоды подъема рынка (“бычий” характер рынка) интенсивнее и продолжительнее периодов спада (“медвежий” характер рынка)

Хеджирование- заключение сделки с ценными бумагами, противоположной основной, в которой выигрыш наступает тогда, когда в основной сделке реализуется риск и возникает проигрыш (который, соответственно, гасится прибылью от хеджирующей сделки).

Например, при инвестициях в ценные бумаги с целью фиксации их цены, страхования от понижения их рыночной стоимости и возникновения курсовых потерь приобретают опционы на их продажу (опционы- пут), то есть приобретают право на их продажу с фиксированной заранее ценой через

определенный срок. Если к моменту исполнения опциона курс ценной бумаги понизился и в основной сделке (инвестиции) возникнут курсовые потери, то по опциону возникнет выигрыш (в размере разницы между заранее фиксированной ценой поставки ценной бумаги и ее пониженным курсом на рынке).

Арбитражные сделки – биржевые сделки, использующие ценовые различия, существующие на различных рынках, для извлечения прибыли на основе одновременной покупки ценных бумаг по более дешевым ценам и продажи их по более дорогим ценам. Арбитраж осуществляется: а) между территориально удаленными рынками, б) на рынках товаров, имеющих схожие характеристики (если, например, один недооценен, а другой, наоборот, имеет цену выше нормального уровня), в) между кассовым и срочным рынком.

Виды арбитража ценных бумаг: а) одновременная покупка ценной бумаги на том рынке, где ее курс стоит ниже, и продажа бумаги на том рынке, где ее курс стоит выше, б) рискованный арбитраж, т.е. арбитраж при поглощении компаний (покупка акций приобретаемой компании в ожидании, что ее курс поднимется в связи с новыми благоприятными перспективами, и короткая продажа на срок акций компании, поглощающей другую, в ожидании, что их курс понизится в связи с ростом затрат, временным ухудшением позиции, в) арбитраж, основанный на различиях в текущих курсах ценных бумаг. и курсах, предусмотренных подписными правами (правами на покупку акций при их первичном распространении), г) арбитраж в форме одновременной покупки недооцененных ценных бумаг и продажи переоцененных ценных бумаг, имеющих значительное сходство между собой (например, крупные компании одной и той же отрасли, имеющие схожий уровень финансовых рисков).

2.3. Регулятивная инфраструктура рынка ценных бумаг

Регулятивная инфраструктура включает в себя:

-органы государственного регулирования и надзора (это может быть самостоятельная комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам, министерство финансов, центральный банк, смешанные модели государственного регулирования)

-саморегулируемые организации (СРО) – объединения профессиональных участников рынка ценных бумаг, которым государством передана часть регулирующих функций;

-регулятивные функции и процедуры (законодательные, регистрационные, лицензионные и надзорные)

-законодательная инфраструктура (законодательство о рынке ценных бумаг, акционерных обществах, антимонопольном контроле на рынке финансовых услуг, правила и стандарты саморегулируемых организаций, нормы делового оборота, правовые прецеденты, юридические компании, специализирующиеся в области ценных бумаг);

-этика фондового рынка (правила ведения честного бизнеса), **обычаи делового оборота.**

Цели регулирования. В базовом документе Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) «Цели и принципы регулирования в области ценных бумаг»⁸ устанавливает, что **«регулирование должно способствовать формированию капиталов в хозяйстве и экономическому росту».** В нем определены **три цели регулирования** в этой области: **а)защита инвесторов** (против вводящих в заблуждение, манипулятивных, мошеннических и инсайдерских практик), **б)справедливость, эффективность и прозрачность рынков** (равенство участников на рынке, равный и широкий доступ к информации, предупреждение нечестных торговых практик), **в)сокращение системного риска** (эффективное управление рисками в индустрии ценных бумаг).

Модели регулятивной инфраструктуры, используемые в международной практике. По критерию «*субъект регулирования*» можно выделить следующие подходы: а) основная регулирующая роль на рынке ценных бумаг принадлежит государству (пример – Франция), б) регулирование разделено между государством и саморегулируемыми организациями (добровольными объединениями профессиональных участников рынка ценных бумаг). В числе последних могут быть не только ассоциации брокеров – дилеров, инвестиционных фондов и т.п., но и фондовые биржи, внебиржевые торговые системы (типа NASDAQ, США), которые выполняют определенные регулятивные функции в отношении участников. Обобщение международной практики в этой области приведено в *табл. 2.4*.

Таблица 2.4*

Характеристика международной практики в организации регулирования рынка ценных бумаг

Модели регулирования				
Без СРО**	Отказ от модели СРО	Единственная СРО (по функциональному признаку)	Множественность СРО (по функциональному признаку)	Множественность СРО (по смешанным признакам)
Австралия, Австрия, Бельгия, Бразилия, Венгрия, Венесуэла, Германия, Гонконг, Дания, Индия, Испания, Италия, Китай, Люксембург, Нидерланды, Тайвань, Турция, Финляндия, Франция, Чехия, Швеция, Швейцария	Великобритания***	Новая Зеландия, Польша, Корея	Япония (Japan Securities Dealers Association, Investment Trust Association, Bond Underwriters Association), Норвегия (Association of Norwegian Stockbroking Companies)	Канада (Investment Dealers Association + биржи) США (National Association of Securities Dealers, фондовые биржи, клиринговые корпорации, Municipal Securities Rulemaking Board, Securities Investors Protection Corporation)
22 страны	1 страна	3 страны	2 страны	2 страны

*Оценка моделей регулирования проведена по International Securities Services Association Handbook 1998 – 99

**В некоторых случаях существуют признанные профессиональные ассоциации, осуществляющие защиту интересов своих членов, а также – редко и в очень небольшой части – функции, обычно относимые к СРО (например, Палата официальных брокеров при Франкфуртской фондовой бирже (Chamber of Official Brokers) ведет надзор за своими членами)

***Создание FSA как квази-правительственного органа, подотчетного Министерству финансов, вместо «супер-СРО», как его называли, SIB (Securities and Investments Board)

В России принята **модель регулирования, включающая СРО**, учреждаемые **по функциональному признаку** (брокерско – дилерская деятельность, депозитарная деятельность и т.п.), в которые входят различные виды финансовых институтов (коммерческие банки, брокерско – дилерские компании). Наиболее известные российские СРО – НФА (Национальная фондовая ассоциация), НАУФОР (Национальная ассоциация участников

⁸ International Organization of Securities Commissions (IOSCO). “Objectives and Principles of Securities Regulation”, 1998.

фондового рынка), ПАРТАД (Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер – агентов и депозитариев).

В отдельных случаях СРО выполняют не только *функции саморегулирования*, но и *функции организации рынка*, становятся конкурентами между собой. Именно по *этой модели* организовано *саморегулирование в США*, в рамках которого *NASD* создавался в качестве *СРО*, за которым закреплен *внебиржевой рынок и его торговые системы*, как «OTC self-regulatory body»,⁹ а *фондовые биржи США* приобрели статус *саморегулируемых организаций*.

Эта модель принята и в России (связки ММВБ – НФА и РТС – НАУФОР).

По критерию «*объект регулирования*» могут быть выделены модели регулирования *по функциональному признаку* (деятельность на рынке ценных бумаг, деятельность на кредитном и депозитном рынке и т.д.), *по институциональному признаку* (объект регулирования – коммерческий банк, инвестиционный банк, страховая компания), *смешанные модели*, модели, в рамках которых создается единый *мегарегулятор финансового рынка* (объектом регулирования в этом случае являются финансовые конгломераты, состоящие из коммерческих и инвестиционных банков, страховых компаний и др. финансовых институтов).

Среди более чем 30 стран с развитыми рынками ценных бумаг, более 59% стран имеют самостоятельные ведомства / комиссии по ценным бумагам (модель США), примерно в 15% стран за фондовый рынок отвечает Минфин, 15% стран – смешанное управление. В некоторых странах с банковской моделью рынка ценных бумаг (наиболее яркие примеры – Германия, Австрия,

⁹ Teweles Richard J., Bradley Edward S., Teweles Ted M. The Stock Market. 6th Edition // John Wiley & Sons, Inc. - 1992. – P.7. См. также раздел сайта NASD в Интернет “Corporate Descriptions” (www.nasd.com/pr_section1.html), в котором, в частности, указывается, что NASD – «саморегулируемая организация в отрасли ценных бумаг, ответственная за регулирование NASDAQ Stock Market, также как за регулирование масштабного внебиржевого рынка и продуктов, торгуемых на нем».

Бельгия) основную ответственность за рынок ценных бумаг несет центральный банк.

В России принята *смешанная модель*, в которой *основными регуляторами* выступают и Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России), и центральный банк (Банк России), и Министерство финансов России. Каждое из указанных ведомств имеет свою региональную сеть.

Универсальные коммерческие банки в части бизнеса на рынке ценных бумаг регулируются как ФКЦБ, так и Банком России. Брокерско – дилерские компании, инвестиционные фонды, регистраторы, трансфер – агенты, депозитарии, институты доверительного управления – сфера их регулирования как институтов относится к компетенции ФКЦБ. Минфин РФ определяет порядок функционирования на рынке ценных бумаг страховых компаний, Министерство труда и социальной защиты – пенсионных фондов. Кроме того, Минфин регулирует обращение внешнего и внутреннего долга в форме государственных ценных бумаг, а также ценных бумаг, выпущенных субъектами РФ и муниципальными образованиями.

По критерию *«степень жесткости»* возможно выделить следующие модели регулятивной инфраструктуры: а) основанные на жестких, детально расписанных правилах и формальных процедурах, детальном контроле за их соблюдением (США), б) базирующиеся на широком использовании, наряду с жесткими предписаниями, неформальных договоренностей, традиций, рекомендаций, согласованного стиля поведения, переговоров по разрешению сложных ситуаций и т.п. (Великобритания).

В России принята модель регулирования, основанная на жестких предписаниях.

Функции регулирования на рынке ценных бумаг (в зависимости от принятой модели они могут делиться между государством и СРО):

идеология и координация

-разработка идеологии и политики развития фондового рынка совместно с его профессиональными участниками

-координация деятельности государственных органов и саморегулируемых организаций

содействие в создании рынка

-предоставление содействия и оказание управляющих воздействий государства в создании инфраструктуры рынка, торговых систем или в выполнении иных проектов, имеющих значение для развития рынка в целом

установление правил

-установление правил и стандартов работы на рынке ценных бумаг, требований к его профессиональным участникам

допуск на рынок (лицензирование, аттестация, регистрация_

-лицензирование различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и допуск финансовых институтов для работы на рынке

-аттестация специалистов для работы на рынке ценных бумаг

-регистрация выпусков ценных бумаг

защита инвесторов, контроль и надзор

-защита инвесторов от нарушений их прав

-контроль деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг. создаваемых ими саморегулируемых организаций. а также эмитентов по вопросам выпуска ценных бумаг

-направление обязательных предписаний и оказание санкций за нарушения правил деятельности на фондовом рынке

-оперативное регулирование рынка

-оперативный контроль за ликвидностью и волатильностью фондового рынка, осуществление оперативного вмешательства в работу рынков, предупреждающего рыночные шоки

-раскрытие информации

-публичное раскрытие информации о рынке ценных бумаг (его участниках, эмитентах, ценных бумагах и т.д.), организация сбора данных, ведение учета и отчетности, создание публично доступных информационных баз

-образование и исследования

-содействие развитию образования и исследований в области рынка ценных бумаг

управление государственной собственностью на инфраструктурные элементы рынка

-управление государственными долями в капиталах организаций, составляющих национальную депозитарную систему, трансфер – агентскую и регистраторскую сеть, систему публичного раскрытия информации о рынке ценных бумаг.

Контрольные вопросы

К параграфу 11.1:

- 1.Что такое инвестиционные банки (брокерско – дилерские компании) и в чем состоит их сходство и различия с коммерческими банками?
- 2.Сравните структуру оборотов и доходов инвестиционных и коммерческих банков.
3. Каковы основные виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и в чем состоит содержание брокерских, дилерских операций и доверительного управления?
- 4.Что такое андеррайтинг и каково его основное содержание?
- 5.Дайте характеристику операционной и организационной структуры инвестиционного банка (брокерско – дилерской компании).

К параграфу 11.2:

- 1.Раскройте и поясните классификацию видов рынков ценных бумаг
- 2.Что такое фондовая биржа и из каких рынков она может состоять?
- 3.Какие требования предъявляются к ценным бумагам и участникам рынка при их допуске на фондовую биржу?
4. Какие типы торговых систем и рынков используются для организации торговли на фондовой бирже?
5. Раскройте классификацию видов сделок и стратегий, используемых на фондовой бирже

К параграфу 11.3:

1. Дайте характеристику элементов, из которых состоит регулятивная инфраструктура рынка ценных бумаг.
2. Какие модели регулирования рынка ценных бумаг приняты в международной практике и какая модель используется в России?
3. Определите важнейшие функции регулирования рынка ценных бумаг, выполняемые государством и саморегулируемыми организациями

Литература

Данилов Ю. А. Создание и развитие инвестиционного банка в России / Академия народного хозяйства при Правительстве РФ. - М.: Дело, 1998. - 352 с.

Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. - М.: Альпина Паблишер, Финансовая академия при Правительстве РФ, 2002. - 623 с.

Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой академии при Правительстве РФ. - М.: Перспектива, 1995. - 536с.

Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития / Финансовая академия при Правительстве РФ - М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000. - 312 с.

Семенкова Е.М. Операции с ценными бумагами: российская практика. - М.: Перспектива, ИНФРА-М, 1997. - 326 с.

Рынок ценных бумаг: Учебник для студ. эконом. специальностей и направлений вузов / Авт. кол.: В.А. Галанов, А.И. Басов, Р.А. Аношкин и др.; Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова; Российская экономическая академия им. Г.В. Плеханова. - М.: Финансы и статистика, 1998. - 352 с.

Фельдман А.Б. Управление корпоративным капиталом. - М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 1999. - 202 с.

Рейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. - М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997. - 1088 с.

Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития / Финансовая академия при Правительстве РФ - М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000. - 312 с.

Фондовые рынки США и России: становление и регулирование / М.: Экономика, 1998. - 221 с.

Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 1997. - 1024 с.

Агарков М.М. Основы банковского права. Учение о ценных бумагах. - М.: Издательство БЕК, 1994. - 349 с.

Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой академии при Правительстве РФ. - М.: Перспектива, 1995. - 536с.

Рейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. - М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997. - 1088 с.

Радыгин А., Энтов Р. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. – М.: Институт экономики переходного периода. 1999. – 286 с.

Рынок ценных бумаг: Учебник для студ. эконом. специальностей и направлений вузов / Авт. кол.: В.А.Галанов, А.И.Басов, Р.А.Аношкин и др.; Под ред. В.А.Галанова, А.И.Басова; Российская экономическая академия им. Г.В.Плеханова. - М.: Финансы и статистика, 1998. - 352 с.

Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития / Финансовая академия при Правительстве РФ – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000. – 312 с.

Семенкова Е.М. Операции с ценными бумагами: российская практика. - М.: Перспектива, ИНФРА-М, 1997. - 326 с.

Фельдман А.Б. Управление корпоративным капиталом. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 1999. – 202 с.

Фондовые рынки США и России: становление и регулирование / М.: Экономика, 1998. – 221 с.

Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бэйли Дж.В. Инвестиции: Пер. с англ. - М.: Инфра-М, 1997.

Ключевые термины

Андеррайтинг, андеррайтинг на базе лучших усилий, андеррайтинг на базе твердых обязательств, андеррайтер, арбитражная сделка, аукционный рынок, брокерская деятельность, брокерско–дилерская компания, голландский аукцион, группа покупки, группа продажи, двойной аукцион, двойной непрерывный аукцион, дилерская деятельность, дилерский рынок, доверительное управление ценными бумагами, запрещенная брокерская практика, запрещенные сделки со служебной (инсайдерской) информацией, игра на повышение, игра на понижение, инвестиционный банк, инвестиционный консультант, клиентская зона, конкурентный андеррайтинг, конфликты интересов на рынке ценных бумаг, короткая продажа, критерии членства на фондовой бирже, лимитный приказ, листинг, манипулирование, маркетмейкерство, менеджер эмиссионного синдиката, модели регулятивной инфраструктуры, онкольный аукцион, операционная зона, простой аукцион, профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг, рыночный приказ, система продвижения котировок, система продвижения ордеров, спекулятивная сделка, стоп-лимитный приказ, стоп-приказ, торговая зона, универсальный коммерческий банк, финансовый конгломерат, функции регулирования на рынке ценных бумаг, хеджирование, эмиссионный синдикат.

Глоссарий

Андеррайтинг на рынке ценных бумаг - покупка или гарантирование покупки ценных бумаг брокерско-дилерской компанией при их первичном размещении для продажи первым владельцам.

Арбитражные сделки – сделки, использующие ценовые различия, существующие на различных рынках, для извлечения прибыли на основе одновременной покупки ценных бумаг по более дешевым ценам и продажи их по более дорогим ценам.

Аукционный рынок – рынок, который характеризуется: а) публичными гласными торгами, б) открытым соревнованием покупателей и продавцов в назначении ценовых и других условий сделок по ценным бумагам, в) наличием механизма сопоставления заявок и предложений о продаже и установления таких заявок и предложений, которые взаимно удовлетворяют друг другу и могут служить основанием для заключения сделок

Брокерская деятельность - в качестве брокера инвестиционный банк является посредником между клиентом и встречным продавцом / покупателем ценной бумаги, основывая свою деятельность на договорах комиссии или поручения, выдачах доверенностей. Клиенты не могут непосредственно работать на крупных организованных рынках ценных бумаг, они могут это делать только через брокера. Сделки с ценными бумагами на таких рынках заключаются не напрямую между клиентами, а между брокерами.

Дилерская деятельность - в качестве дилера инвестиционный банк совершает сделки купли – продажи ценных бумаг за свой счет и от своего имени на основе публичного объявления цен покупки и продажи с обязательством совершать операции по этим ценам. В результате на фондовом рынке одновременно присутствует множество двусторонних котировок по одним и те же ценным бумагам, что создает постоянную ликвидность рынка.

Инвестиционный банк – брокерско – дилерская компания, предоставляющая полный круг услуг на рынке ценных бумаг в области андеррайтинга, дилерских и брокерских операций, инвестиционного консультирования, доверительного управления.

Спекулятивные сделки - сделки, преследующие цель извлечения прибыли из изменения (преимущественно краткосрочного) курсов ценных бумаг в зависимости от экономической конъюнктуры, политических рисков, финансово – хозяйственного положения эмитентов и прочих факторов, влияющих на соотношение спроса и предложения в торговых системах.

Фондовая биржа – это организованный рынок, созданный для лучших ценных бумаг лучшими (крупнейшими, пользующимися доверием и финансово устойчивыми) брокерами – дилерами, характеризующийся в классическом случае: а) централизацией места торговли, б) наличием отбора (листинга) лучших ценных бумаг и допуска лучших брокеров – дилеров в члены биржи, в) наличием временного регламента торговли и стандартных торговых процедур, централизацией аукциона, г) централизацией регистрации сделок, расчетов по ним и депозитарной функции, д) установление официальных котировок, е) надзор за членами биржи, ж) некоммерческий характер деятельности.

Хеджирование- заключение сделки с ценными бумагами, противоположной основной, в которой выигрыш наступает тогда, когда в основной сделке

реализуется риск и возникает проигрыш (который, соответственно, гасится прибылью от хеджирующей сделки).

Эмиссионный синдикат - группа андеррайтеров - инвестиционных банков, совместно, на договорных началах, на принципах разделения прибылей осуществляющих андеррайтинг - организацию, размещение и гарантирование выпуска ценных бумаг.