

ВЫСШЕЕ ОБРАЗОВАНИЕ



Т.Б. Бердникова

# Рынок ценных бумаг и биржевое дело



УЧЕБНОЕ ПОСОБИЕ



[www.infra-m.ru](http://www.infra-m.ru)

**ВЫСШЕЕ ОБРАЗОВАНИЕ**

серия основана в 1996 г.



**Т.Б. БЕРДНИКОВА**

# **РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ И БИРЖЕВОЕ ДЕЛО**

**УЧЕБНОЕ ПОСОБИЕ**

Москва  
ИНФРА-М  
2002

УДК 336.76(075.8)  
ББК 65.262.2я73  
Б 51

Б 51 **Бердникова Т.Б.** Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учебное пособие. — М.: ИНФРА-М, 2002. — 270 с. — (Серия “Высшее образование”).

ISBN 5-16-000445-9

Данное учебное пособие содержит основной материал по курсу “Рынок ценных бумаг и биржевое дело” в соответствии с действующим государственным стандартом. Темы курса рассматриваются системно, с использованием конкретных практических примеров. Отличительной особенностью книги является рассмотрение не только традиционных тем, связанных с определением видов ценных бумаг, характеристикой участников рынка ценных бумаг и основных фондовых операций первичного и вторичного рынка, портфельных стратегий управления, но и таких практически значимых тем, как “Механизм функционирования рынка ценных бумаг”, “Система управления рынком ценных бумаг”, “Организация маркетинговых исследований на рынке ценных бумаг”, “Принципы и практика ценообразования на рынке ценных бумаг”, “Оценка рыночной стоимости акций”, “Прогнозирование развития рынка ценных бумаг”. Большое внимание уделяется региональным особенностям организации рынка ценных бумаг и биржевого дела.

Для студентов вузов и средних специальных учебных заведений, обучающихся по экономическим специальностям, а также преподавателей и аспирантов и лиц, самостоятельно изучающих проблемы функционирования рынка ценных бумаг.

ISBN 5-16-000445-9

ББК 65.262.2я73

© Бердникова Т.Б., 2000

# СОДЕРЖАНИЕ

---

ПРЕДИСЛОВИЕ.....	7
------------------	---

## **Тема 1. СТАНОВЛЕНИЕ В РОССИИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ И БИРЖЕВОГО ДЕЛА**

1.1. Рынок ценных бумаг как составная часть финансового рынка.....	9
1.2. Понятие, цели, задачи и функции рынка ценных бумаг.....	10
1.3. Законодательные основы становления рынка ценных бумаг в постсоветской России.....	12
1.4. Этапы развития рынка ценных бумаг.....	13
1.5. Особенности развития биржевого дела.....	15

## **Тема 2. МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ**

2.1. Понятие механизма функционирования рынка ценных бумаг....	18
2.2. Функции, структура и участники рынка ценных бумаг.....	19
2.3. Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг РФ, ее задачи и функции.....	22
2.4. Классификация фондовых операций.....	24
2.5. Ценные бумаги и их виды. Классификационные характеристики ценных бумаг.....	25

## **Тема 3. МЕХАНИЗМ БИРЖЕВЫХ ОПЕРАЦИЙ**

3.1. Понятие механизма биржевых операций Характеристика их основных видов.....	45
3.2. Фондовая биржа, ее структура, задачи и функции. Механизм создания и управления биржей.....	49
3.3. Брокеры, специалисты и другие участники биржевой торговли.....	52
3.4. Биржевые сделки, их виды и характеристика.....	54
3.5. Организация биржевой торговли ценными бумагами.....	58

## **Тема 4. СИСТЕМА УПРАВЛЕНИЯ РЫНКОМ ЦЕННЫХ БУМАГ**

4.1. Понятие, цели и задачи системы управления рынком ценных бумаг.....	62
4.2. Субъекты и объекты системы управления рынком ценных бумаг в России.....	63
4.3. Государственное регулирование рынка ценных бумаг.....	64
4.4. Саморегулирование рынка ценных бумаг.....	69
4.5. Инфраструктура системы управления рынком ценных бумаг.....	71

## **Тема 5. ХАРАКТЕРИСТИКА ПЕРВИЧНОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ**

5.1. Цели и задачи первичного рынка.....	76
5.2. Эмиссия ценных бумаг, ее задачи и процедура осуществления.....	77
5.3. Порядок разработки, утверждения и регистрации проспекта эмиссии.....	78
5.4. Формы размещения ценных бумаг на первичном рынке.....	81
5.5. Общая характеристика первичного рынка.....	82

## **Тема 6. ОСОБЕННОСТИ ВТОРИЧНОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ**

6.1. Цель, задачи и особенности вторичного рынка.....	90
6.2. Общая характеристика вторичного рынка.....	91
6.3. Законодательные основы организации деятельности вторичного рынка.....	93
6.4. Проблемы развития вторичного рынка ценных бумаг в России.....	94
6.5. Траст и клиринг как перспективные операции вторичного рынка.....	96

## **Тема 7. КОНЬЮНКТУРА БИРЖЕВОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ**

7.1. Понятие конъюнктуры биржевого рынка.....	100
7.2. Цели, задачи и направления изучения конъюнктуры биржевого рынка.....	101
7.3. Характеристика конъюнктуры биржевого рынка России.....	102
7.4. Основные методы конъюнктурного анализа.....	103
7.5. Особенности технического анализа конъюнктуры биржевого рынка.....	105

## **Тема 8. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ**

8.1. Инвестиционная деятельность на фондовом рынке, ее задачи и функции.....	112
8.2. Законодательные основы инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг.....	114
8.3. Инвестиционный потенциал рынка ценных бумаг и его оценка.....	118
8.4. Граждане как инвесторы.....	120
8.5. Инвестиционная политика предприятий на рынке ценных бумаг.....	121

## **Тема 9. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ И КОМПАНИИ КАК УЧАСТНИКИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ**

9.1. Общая характеристика инвестиционных компаний и фондов..	125
9.2. Основы деятельности инвестиционных фондов, их виды.....	128
9.3. Особенности деятельности паевых инвестиционных фондов..	133
9.4. Организация деятельности и техника операций инвестиционных институтов на рынке ценных бумаг.....	134
9.5. Анализ деятельности инвестиционного фонда (компании).....	137

## **Тема 10. ФОНДОВЫЕ ОПЕРАЦИИ БАНКОВ**

10.1. Виды банковских операций с ценными бумагами.....	141
10.2. Выпуск банками ценных бумаг.....	146
10.3. Инвестиционная деятельность банков.....	148
10.4. Учет векселей.....	149
10.5. Внебалансовые операции банков с ценными бумагами.....	151

## **Тема 11. ОПЕРАЦИИ АКЦИОНЕРНОГО ОБЩЕСТВА НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ**

11.1. Цели и задачи акционерного общества на рынке ценных бумаг.....	156
11.2. Характеристика основных фондовых операций акционерного общества.....	159
11.3. Дополнительная эмиссия как основной источник привлечения инвестиций акционерным обществом.....	164
11.4. Выпуск облигационного займа акционерным обществом.....	169
11.5. Использование ценных бумаг при реструктуризации.....	171

## **Тема 12. ОРГАНИЗАЦИЯ МАРКЕТИНГОВЫХ ИССЛЕДОВАНИЙ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ**

12.1. Цели, задачи и функции маркетинга.....	176
12.2. Система маркетинга на рынке ценных бумаг.....	177
12.3. Концепция, стратегия и тактика маркетинга.....	179
12.4. Объекты маркетинговых исследований.....	180
12.5. Направления, этапы и методы маркетинговых исследований.....	182

## **Тема 13. ПРИНЦИПЫ И ПРАКТИКА ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ**

13.1. Задачи и принципы ценообразования на рынке ценных бумаг.....	191
13.2. Виды и функции цен.....	192
13.3. Методы и факторы ценообразования.....	194
13.4. Специфика ценообразования на первичном и вторичном рынке ценных бумаг.....	197
13.5. Особенности ценообразования на различные виды ценных бумаг.....	199

## **Тема 14. ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ АКЦИЙ**

14.1. Основы оценки рыночной стоимости акций.....	204
14.2. Определение рыночной стоимости акций на основе оценки стоимости чистых активов.....	207
14.3. Определение стоимости реализованных (выбывших) ценных бумаг.....	209
14.4. Методика комплексного подхода к определению рыночной стоимости акций.....	212
14.5. Оценка стоимости акций на основе анализа финансово-хозяйственной деятельности предприятия.....	215

## **Тема 15. ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОГО РИСКА НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ**

15.1. Основы определения инвестиционного риска.....	219
15.2. Методы оценки инвестиционного риска.....	223
15.3. Инвестиционные возможности различных видов ценных бумаг.....	226
15.4. Рейтинговый анализ уровня инвестиционного риска на региональных рынках ценных бумаг.....	230
15.5. Методы управления инвестиционными рисками.....	233

## **Тема 16. ПОДХОДЫ К ФОРМИРОВАНИЮ ПОРТФЕЛЕЙ ЦЕННЫХ БУМАГ**

16.1. Портфели ценных бумаг, их типы.....	236
16.2. Механизм формирования портфеля ценных бумаг.....	238
16.3. Стратегия управления портфелем ценных бумаг.....	242
16.4. Методы управления портфелем ценных бумаг.....	245

## **Тема 17. ОСОБЕННОСТИ БУХГАЛТЕРСКОГО УЧЕТА И АУДИТА ОПЕРАЦИЙ С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ**

17.1. Общие особенности бухгалтерского учета на рынке ценных бумаг.....	248
17.2. Порядок отражения в учете операций с ценными бумагами...	249
17.3. Специфика бухгалтерского учета операций с отдельными видами ценных бумаг.....	251
17.4. Особенности аудита операций с ценными бумагами.....	252
17.5. Основные направления аудита операций с ценными бумагами акционерного общества.....	253

## **Тема 18. ПРОГНОЗИРОВАНИЕ РАЗВИТИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ**

18.1. Основы прогнозирования развития фондового рынка.....	259
18.2. Виды прогнозов.....	260
18.3. Методика прогнозирования.....	262

<b>Список использованной литературы.....</b>	<b>266</b>
--	------------

# ПРЕДИСЛОВИЕ

---

Период 1990-х годов в России связан с целым рядом экономических бурь и финансовых потрясений. Они были вызваны прежде всего приватизацией и акционированием предприятий, становлением российского рынка ценных бумаг. Следствием бурного развития фондового рынка стали и современная финансовая практика, и резкая имущественная дифференциация общества на крупных собственников (владельцев и крупных акционеров предприятий, мелких и мельчайших собственников).

Динамичный российский фондовый рынок пережил взлеты и падения. Эйфория населения в начале приватизации и горькое разочарование ее итогами, обманутые надежды людей; расцвет финансовых “пирамид” типа МММ и последующий их крах; спекулятивный ажиотаж на рынке ГКО и его обвал в августе 1998 г. — лишь немногие яркие страницы драматичного становления фондового рынка в России. Рынок ценных бумаг стал ареной ожесточенной борьбы за раздел и передел собственности между влиятельными коммерческими структурами, мощными финансовыми группами, политическими элитами, криминалитетом.

Проблемы фондового рынка — одна из самых сложных и увлекательных тем экономической теории. В условиях перестройки системы высшего образования в России в блок дисциплин по государственному стандарту подготовки кадров по специальности “Финансы и кредит” включен курс “Рынок ценных бумаг и биржевое дело”. Этот курс относится к дисциплинам повышенной сложности, так как опирается на особый понятийный аппарат, требует предварительных знаний методов высших финансовых вычислений, бухгалтерского учета, теории финансов, банковского дела, делового английского языка, теории цен и ценообразования, маркетинга и менеджмента, организации коммерческой деятельности, биржевого дела. Предметом курса является современный рынок ценных бумаг как часть финансового рынка. Цель курса — изучение теории и практики рынка ценных бумаг и биржевого дела.

Данная книга ставит целью систематизировать основные знания о понятиях, механизме функционирования, технике операций на рынке ценных бумаг. Учебное пособие полностью отвечает требованиям государственного стандарта к специальной дисциплине “Рынок ценных бумаг и биржевое дело”. В книге достаточно подробно освещены следующие вопросы:



- ценные бумаги и их виды (акции, облигации, векселя, казначейские обязательства и депозитные сертификаты банков и др.);
- функции, структура и участники рынка ценных бумаг;
- механизм создания и управления фондовой биржей, механизм биржевых операций, брокеры, специалисты и другие участники биржевой торговли, основы деятельности брокерской фирмы;
- конъюнктура биржевого рынка ценных бумаг;
- виды банковских операций с ценными бумагами, выпуск банками ценных бумаг, учет векселей, внебалансовые операции банков, инвестиционная деятельность банков на рынке ценных бумаг;
- инвестиционная политика предприятий;
- граждане как инвесторы;
- оценка инвестиционного риска на рынке ценных бумаг;
- подходы к формированию портфелей ценных бумаг.

Практическую ценность имеют приводимые материалы по методике ценообразования и определению стоимости ценных бумаг, прогнозированию развития фондового рынка и организации на нем маркетинговых исследований, особенностям бухгалтерского учета и аудита операций с ценными бумагами, специфике операций акционерного общества на рынке ценных бумаг.

Учебное пособие может быть полезно как для студентов, аспирантов, преподавателей, лиц, самостоятельно изучающих фондовый рынок, так и для работников акционерных обществ, банков, иных коммерческих структур, осуществляющих операции с ценными бумагами.

## Тема 1

# СТАНОВЛЕНИЕ В РОССИИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ И БИРЖЕВОГО ДЕЛА

---

### План занятия:

1. Рынок ценных бумаг как составная часть финансового рынка.
2. Понятие, цели, задачи и функции рынка ценных бумаг.
3. Законодательные основы становления рынка ценных бумаг в постсоветской России.
4. Этапы развития рынка ценных бумаг.
5. Особенности развития биржевого дела.

### 1.1. Рынок ценных бумаг как составная часть финансового рынка

*Рынок ценных бумаг (фондовый рынок)* — это часть финансового рынка (наряду с рынком ссудного капитала, валютным рынком и рынком золота). На фондовом рынке обращаются специфические финансовые инструменты — ценные бумаги.

*Ценные бумаги* — это документы установленной формы и реквизитов, удостоверяющие имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при их предъявлении. Данные имущественные права по ценным бумагам обусловлены предоставлением денег в ссуду и на создание различных предприятий, куплей-продажей, залогом имущества и т.п. В связи с этим ценные бумаги дают их владельцам право на получение установленного дохода. Капитал, вложенный в ценные бумаги, называется *фондовым (фиктивным)*. Ценные бумаги — это особый товар, который обращается на рынке, и отражает имущественные отношения. Ценные бумаги можно покупать, продавать, переуступать, закладывать, хранить, передавать по наследству, дарить, обменивать. Они могут выполнять отдельные функции денег (средство платежа, расчетов). Но в отличие от денег они не могут выступать в качестве всеобщего эквивалента.

Бурное становление и развитие рынка ценных бумаг в современной России на гребне обвальная приватизации вызвало к жизни большое число акционерных обществ, выпускающих акции и облигации. Нестабильная финансовая ситуация и бюджетный де-

фицит преопределили широкое распространение государственных и муниципальных ценных бумаг (в основном облигаций). Неплатежеспособность многих предприятий обусловила использование векселей. Неустойчивость финансового рынка в целом породила появление ряда суррогатных ценных бумаг.

Ценные бумаги играют значительную роль в платежном обороте государства, в мобилизации инвестиций. Совокупность ценных бумаг в обращении составляет основу фондового рынка, который является регулирующим элементом экономики. Он способствует перемещению капитала от инвесторов, имеющих свободные денежные ресурсы, к эмитентам ценных бумаг. Рынок ценных бумаг является наиболее активной частью современного финансового рынка России и позволяет реализовать разнообразные интересы эмитентов, инвесторов и посредников. Значение рынка ценных бумаг как составной части финансового рынка продолжает возрастать.

## **1.2. Понятие, цели, задачи и функции рынка ценных бумаг**

Цель рынка ценных бумаг — аккумулировать финансовые ресурсы и обеспечить возможность их перераспределения путем совершения различными участниками рынка разнообразных операций с ценными бумагами, т.е. осуществлять посредничество в движении временно свободных денежных средств от инвесторов к эмитентам ценных бумаг. Задачами рынка ценных бумаг являются:

- мобилизация временно свободных финансовых ресурсов для осуществления конкретных инвестиций;
- формирование рыночной инфраструктуры, отвечающей мировым стандартам;
- развитие вторичного рынка;
- активизация маркетинговых исследований;
- трансформация отношений собственности;
- совершенствование рыночного механизма и системы управления;
- обеспечение реального контроля над фондовым капиталом на основе государственного регулирования;
- уменьшение инвестиционного риска;
- формирование портфельных стратегий;
- развитие ценообразования;
- прогнозирование перспективных направлений развития.

К основным функциям рынка ценных бумаг относятся: 1) учетная; 2) контрольная; 3) сбалансирования спроса и предложения; 4) стимулирующая; 5) перераспределительная; 6) регулирующая.

*Учетная функция* проявляется в обязательном учете в специальных списках (реестрах) всех видов ценных бумаг, обращающихся на рынке, регистрации участников рынка ценных бумаг, а также фиксации фондовых операций, оформленных договорами купли-продажи, залога, траста, конвертации и др.

*Контрольная функция* предполагает проведение контроля за соблюдением норм законодательства участниками рынка.

*Функция сбалансирования спроса и предложения* означает обеспечение равновесия спроса и предложения на финансовом рынке путем проведения операций с ценными бумагами.

*Стимулирующая функция* заключается в мотивации юридических и физических лиц стать участниками рынка ценных бумаг. Например, путем предоставления права на участие в управлении предприятием (акции), права на получение дохода (процентов по облигациям, дивидендов по акциям), возможности накопления капитала или права стать владельцем имущества (облигации).

*Перераспределительная функция* состоит в перераспределении (посредством обращения ценных бумаг) денежных средств (капиталов) между предприятиями, государством и населением, отраслями и регионами. При финансировании дефицита федерального, краевых, областных и местных бюджетов за счет выпуска государственных и муниципальных ценных бумаг и их реализации осуществляется перераспределение свободных финансовых ресурсов предприятий и населения в пользу государства.

*Регулирующая функция* означает регулирование (посредством конкретных фондовых операций) различных общественных процессов. Например, путем проведения операций с ценными бумагами регулируется объем денежной массы в обращении. Продажа государственных ценных бумаг на рынке сокращает объем денежной массы, а их покупка государством, наоборот, увеличивает этот объем. Во время так называемого банковского кризиса в августе 1995 г. в течение двух дней Центральный банк РФ выкупил ГКО на сумму 1,6 трлн. руб., предоставив тем самым коммерческим банкам средства для "расшивки" неплатежей.

Рынок ценных бумаг как инструмент рыночного регулирования играет важную роль. К вспомогательным функциям фондового рынка можно отнести использование ценных бумаг в приватизации, антикризисном управлении, реструктуризации экономики, стабилизации денежного обращения, антиинфляционной политике.

Эффективно работающий рынок ценных бумаг выполняет важную макроэкономическую функцию, способствуя перераспределению инвестиционных ресурсов, обеспечивая их концентрацию в наиболее доходных и перспективных отраслях (предприятиях, проектах) и одновременно отвлекая финансовые ресурсы из отраслей,

которые не имеют четко определенных перспектив развития. Таким образом, рынок ценных бумаг является одним из немногих возможных финансовых каналов, по которым сбережения перетекают в инвестиции. В то же время рынок ценных бумаг предоставляет инвесторам возможность хранить и преумножать их сбережения.

### **1.3. Законодательные основы становления рынка ценных бумаг в постсоветской России**

Законодательной основой развития рынка ценных бумаг являются нормативно-правовые акты, принятые главным образом в 1991—1999 гг. Общее понятие ценных бумаг и операций с ними дано в Гражданском кодексе РФ. Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” от 22 апреля 1996 г. регулирует деятельность профессиональных участников этого рынка, дает характеристику роли и механизма действия фондовых бирж, Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг РФ (ФКЦБ России) и ее региональных отделений, формулирует основные понятия рынка ценных бумаг. Федеральный закон “Об акционерных обществах” от 25 декабря 1995 г. регламентирует действия акционерного общества на рынке ценных бумаг. Он дает характеристику содержания ряда фондовых операций акционерного общества, определяет права и обязанности владельцев акций и облигаций, правила регистрации ценных бумаг и некоторые вопросы определения рыночной стоимости акций. Федеральный закон “О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг” от 15 марта 1999 г. регламентирует вопросы раскрытия информации и порядок защиты прав и интересов инвесторов на фондовом рынке.

Большое число нормативных актов, выпущенных Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг РФ, регулирует ряд отдельных процедур. Например, “Стандарты эмиссии акций и облигаций и их проспектов эмиссии при реорганизации коммерческих организаций”, утвержденные Постановлением ФКЦБ России от 11 ноября 1998 г. № 48, детально описывают порядок выпуска акций и облигаций акционерных обществ и иных коммерческих структур, размещаемых при их реорганизации.

В настоящее время имеют место многие случаи несоблюдения законодательства о ценных бумагах и нарушения прав инвесторов. При этом действующая нормативно-правовая база фрагментарна и не обеспечивает должной защиты прав инвесторов. До сих пор не определены четкие санкции за выпуск суррогатов ценных бумаг, не созданы механизмы предупреждения и пресечения мошенничества на рынке. Законодательство должно содержать четкое определение оснований для частных исков инвесторов, создавать и за-

креплять эффективные механизмы их защиты, предусматривать уголовную ответственность за преступления на фондовом рынке.

#### **1.4. Этапы развития рынка ценных бумаг**

В периодизации развития рынка ценных бумаг в России можно выделить следующие этапы.

**Дореволюционный период.** В XVIII—XIX веках и начале XX века в России активно использовались долговые расписки, облигации и казначейские обязательства. В начале XVIII века была учреждена первая биржа в Санкт-Петербурге. В дореволюционной России в каждой губернии были в обращении различные ценные бумаги. Особое распространение получили векселя, облигации, расписки казначейских домов, ценные бумаги акционерных обществ (например, облигации государственного займа, облигации общества Юго-Западных железных дорог).

**Советский период.** В годы НЭПа существовал весь спектр разнообразных ценных бумаг, активно работали биржи. В период правления И.В.Сталина в стране добровольно-принудительно размещались облигации государственного сберегательного займа. Имели место факты, когда эти облигации выдавались и в счет заработной платы. Показательно, что сохранившиеся облигации были погашены через 35—40 лет.

В 1990—1991 гг. началось возрождение рынка ценных бумаг в России. Появляются акции трудовых коллективов. Начинается разработка нормативно-правовой базы фондового рынка.

**Постсоветский период.** В 1992 г. Верховный Совет РФ принял “Государственную программу приватизации государственных и муниципальных предприятий в Российской Федерации на 1992 г.”, были разработаны законодательные основы реализации этой программы и осуществлены первые шаги по ее выполнению. С принятием данной программы в России была совершена тихая экономическая революция, в результате которой произошла смена одного общественного строя другим.

В период 1993—1994 гг. обвальным характером приватизации практически разделил общество на противоположные группы — крупные собственники (владельцы капитала и крупные акционеры предприятий), мелкие и мельчайшие; реальные и формальные собственники. Каждый гражданин теоретически имел равные права в начале приватизации, получив право на часть государственной собственности в форме приватизационного чека. В принципе личным делом каждого было решение вопроса о том, как поступить с приватизационным чеком: продать его, подарить или обменять на акции выбранного предприятия. Однако практически граждане оказались с

разными результатами: одни стали реальными собственниками, другие — нет. Это было связано с разными финансовыми возможностями различных групп населения (одни имели возможность купить “ваучеры”, а другие искали возможность их продать), уровнем их информационной осведомленности, психологическими установками и мотивацией поведения. Общая неготовность общества к разгосударствлению подтверждалась заторможенной реакцией большинства населения в начале приватизации, получением приватизационных чеков в основном в поздние сроки, продлением сроков вложения “ваучеров”, низкой активностью участия населения в проводимых специализированных чековых аукционах. В процессе обвальной приватизации произошла трансформация (изменение) отношений собственности. В результате приватизации и акционирования весьма значительная часть предприятий перешла из государственной в частную собственность.

Летом 1994 г. начался массовый выпуск государственных ценных бумаг. Правительство под давлением внешних кредиторов пересмотрело отношение к традиционным, эмиссионным источникам финансирования государственного бюджета. Путем продажи государственных ценных бумаг в бюджет привлекалось несколько десятков триллионов неденоминированных рублей ежегодно. В целом это имело важное значение для сокращения бюджетного дефицита за счет внутренних безинфляционных заимствований. Однако это уменьшило необходимость интенсивного развития производства, что вызвало снижение объема и темпов роста валового национального продукта. Кроме того, увеличение государственного долга впоследствии привело к росту нагрузки на бюджет из-за необходимости выплаты процентов по ранее сделанным заимствованиям и погашения государственных ценных бумаг.

В 1995—1996 гг. получило развитие государственное регулирование рынка ценных бумаг. В этот период были приняты фундаментальные нормативно-правовые акты. Вступили в силу Гражданский кодекс РФ, Федеральные законы “Об акционерных обществах”, “О рынке ценных бумаг” и др. К началу 1996 г. значительных масштабов достигла практика использования государством финансовых инструментов рынка ценных бумаг по следующим направлениям:

- выпуск государственных ценных бумаг в целях финансирования дефицита государственного бюджета — государственных краткосрочных обязательств (ГКО), облигаций федерального займа (ОФЗ), облигаций государственного сберегательного займа (ОГСЗ);
- реструктуризация внутреннего валютного долга — выпуск облигаций внутреннего валютного займа (ОВВЗ);
- связывание части свободных денежных средств на основе денежной приватизации.

**Современный этап** (с 1997 г.) развития рынка ценных бумаг характеризуется внутренней политической нестабильностью, бюджетным кризисом, проблемами со сбором налогов, чрезмерными надеждами на иностранные инвестиции. В результате имеет место падение курса рубля, увеличение доходности государственных долговых обязательств, потери государственного бюджета, угроза экономической катастрофы. Созданная правовая система по регулированию фондового рынка не действует в полной мере из-за неготовности к реализации правовых норм со стороны правительства, находящегося в состоянии перманентной ротации, и экономических агентов, не имеющих активной политической воли к проведению структурных преобразований экономики. Многие достижения финансовой стабилизации в России до кризиса мировой финансовой системы в октябре—ноябре 1997 г. базировались на иностранных инвестициях. Проблемы бюджета наполовину решались либо за счет внешних займов, либо за счет инвестиций нерезидентов на рынке ГКО, либо за счет приватизации, где роль иностранных участников также была значительна.

После августовского кризиса 1998 г., несмотря на угрожающую ситуацию, российский рынок акций не прекратил существования, хотя цены акций в считанные дни снизились в 3—5 раз по сравнению с июнем 1998 г. и в 10—15 раз по сравнению с октябрём 1997 г. Ключевыми задачами нового этапа развития фондового рынка России являются создание условий для привлечения инвестиций в реальный сектор экономики и защита прав инвесторов. Решительные и согласованные действия государственных органов должны способствовать как росту портфельных инвестиций, так и стратегическому вложению капитала институциональными инвесторами.

## **1.5. Особенности развития биржевого дела**

Биржи за четыре столетия существования в мировой экономике прошли долгий путь развития: от оптового рынка, где велась торговля одноименными, однородными, взаимозаменяемыми товарами, до крупнейшего рынка, где торговля ведется большими партиями товаров с определенными характеристиками без их фактического предъявления, по контрактам. В развитии рынка ценных бумаг большое значение имеют фондовые биржи. Биржевое дело на рынке ценных бумаг характеризуется рядом особенностей, связанных со специфическим биржевым товаром — ценными бумагами, а также с обязательным условием профессиональной подготовленности непосредственных участников торгов, строгой регламентацией биржевых операций. В настоящее время в мире насчитывается около 200 бирж, функционирующих более чем в 60 странах. 31 биржа вхо-



дит в Международную федерацию фондовых бирж, штаб-квартира которой расположена в Париже.

Россия имеет достаточный опыт развития биржевого дела. До Октябрьской революции 1917 г. в России, как и во всем мире, активно развивалась биржевая торговля, в том числе и ценными бумагами. Первая биржа в России была учреждена в Санкт-Петербурге Петром I в начале XVIII века. В Москве биржа появилась в конце XVIII века, а в других городах России — в середине XIX века. В России, в отличие от других стран мира, торговля разнообразными товарами и ценными бумагами осуществлялась на одной универсальной биржевой площадке без выделения фондовых и товарных бирж. В начале XX века на биржах обращались государственные облигации, облигации отдельных городов, облигации других государств, акции и облигации банков, страховых обществ, транспортных обществ и железных дорог, предприятий промышленности и торговли, а также закладные, ипотечные бумаги.

После Октябрьской революции 1917 г. работа бирж была свернута. В 1922 г. были изданы постановления правительства о торговле ценными бумагами. Разрешались фондовые биржевые операции с акциями и облигациями акционерных обществ, векселями, чеками, государственными и коммунальными ценными бумагами, облигациями государственных и кооперативных организаций. На фондовый рынок были допущены некоторые иностранные ценные бумаги. С завершением периода НЭПа биржевая деятельность была прекращена.

В начале 1990-х годов после 70-летнего перерыва в России вновь появились фондовые биржи и фондовые отделы товарных бирж. В 1991 г. постановлением Правительства РСФСР было утверждено “Положение о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР”. В этом постановлении целый раздел был посвящен регламентации деятельности фондовой биржи. В 1991 г. в России существовало около 100 бирж, из них 4 были фондовыми. В 1992 г. был принят Закон “О товарных биржах и биржевой торговле”. В Федеральном законе “О рынке ценных бумаг” (1996 г.) детально описаны задачи и функции, права и обязанности, структура и основные операции фондовой биржи.

Бурный взлет биржевой торговли в начале 1990-х годов сменился некоторым спадом деловой активности на фондовом рынке в последние годы. В настоящее время торговлю ценными бумагами проводят отдельные фондовые биржи. На конец 1999 г. в России было зарегистрировано 15 фондовых бирж. Наиболее устойчивое положение имеют Московская межбанковская валютная биржа и Санкт-Петербургская фондовая биржа.

## Контрольные вопросы

1. Сформулируйте, в чем состоит роль рынка ценных бумаг.
2. Определите этапы развития биржевого дела.
3. Выполните сравнительный анализ целей и задач на разных этапах развития рынка ценных бумаг в России.
4. Назовите особенности развития зарубежных рынков ценных бумаг.
5. Дайте характеристику современного состояния рынка ценных бумаг в России.
6. В чем состоят основные проблемы развития рынка ценных бумаг в России?
7. Какие основные параметры рынка ценных бумаг регламентируют Гражданский кодекс РФ и Федеральный закон “О рынке ценных бумаг”?

## Проверочные задания

1. Выберите правильное определение.
  - а) *Рынок ценных бумаг — это сложная экономическая система, которая находится в постоянном развитии.*
  - б) *Рынок ценных бумаг — это сфера приложения интересов эмитентов, инвесторов и посредников.*
  - в) *Рынок ценных бумаг — это важная часть финансового рынка.*
2. Закончите предложения.
  - а) *Основными проблемами развития рынка ценных бумаг в России являются...*
  - б) *Основными характеристиками рынка ценных бумаг являются...*
3. Вместо пропусков вставьте нужные слова.
  - а) *Предпосылками становления рынка ценных бумаг в России послужили..., а развитие рынка ценных бумаг в Великобритании обусловлено...* (Слова для вставки: *приватизация, акционирование, экономический кризис, государственная программа, развитие финансовых отношений.*)
  - б) *Государственное регулирование фондовых операций составляет основу... функции рынка ценных бумаг.* (Слова для вставки: *учетная, контрольная, стимулирующая, регулирующая.*)

## Тема 2

# МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

---

### План занятия:

1. Понятие механизма функционирования рынка ценных бумаг.
2. Функции, структура и участники рынка ценных бумаг.
3. Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг РФ, ее задачи и функции.
4. Классификация фондовых операций.
5. Ценные бумаги и их виды. Классификационные характеристики ценных бумаг.

### 2.1. Понятие механизма функционирования рынка ценных бумаг

Механизм функционирования рынка ценных бумаг — это взаимодействие различных субъектов рынка, связанное с осуществлением фондовых операций. Этот механизм регламентируется действующим законодательством. Он зависит от концепции развития фондового рынка в национальной экономике, конкретной финансовой политики того или иного региона. Эффективность его работы во многом определяется уровнем развития инфраструктуры рынка ценных бумаг.

Механизм функционирования рынка ценных бумаг имеет свои особенности, которые связаны с конкретной структурой обращающихся ценных бумаг, деловой активностью тех или иных участников рынка, общим состоянием экономики, выбранной моделью рынка. Он должен учитывать специфику и природу отдельных ценных бумаг как финансовых инструментов. Коносаменты, товарные фьючерсы, опционы, товарные (коммерческие) векселя используются в операциях на рынке производственной продукции, товаров и услуг. Закладные отражают операции на рынке земли. Финансовые фьючерсы, опционы, векселя связаны с финансовыми ресурсами, рынком ссудного капитала.

Механизм функционирования рынка ценных бумаг зависит от составных элементов этого рынка, т.е. его структуры. Рынок ценных бумаг может быть условно разделен на отдельные сектора:

- по структуре участников. Рынок ценных бумаг включает в себя, с одной стороны, эмитентов (юридических или физических

лиц), выпускающих ценные бумаги, с другой стороны, инвесторов (юридических или физических лиц), покупающих ценные бумаги, а также посредников (дилеров, брокеров, маклеров и др.), помогающих обращению ценных бумаг и совершению фондовых операций;

- по экономической природе ценных бумаг, по их отношению к собственности (владение, распоряжение, пользование);

- по связи ценных бумаг с выпуском, первичным размещением и последующим обращением (первичный и вторичный рынок). На первичном рынке происходит выпуск ценных бумаг в обращение (эмиссия), а на вторичном — осуществляются различные операции с уже выпущенными ценными бумагами (фондовые операции);

- по эмитентам и инвесторам (государство, органы местного самоуправления, юридические и физические лица);

- по гражданству эмитентов и инвесторов (резиденты и нерезиденты);

- по территории, на которой обращаются ценные бумаги (региональный, национальный и мировой рынок);

- по степени риска (высокорисковый, среднерисковый и малорисковый рынок).

Отдельные сектора (сегменты) рынка ценных бумаг оказывают существенное влияние на его развитие.

## **2.2. Функции, структура и участники рынка ценных бумаг**

К субъектам российского рынка ценных бумаг относятся:

*Президент РФ*, который осуществляет общее руководство рынком ценных бумаг, подписывает законы и издает указы, регламентирующие его развитие;

*Совет Федерации*, который ратифицирует законодательные акты по вопросам развития рынка ценных бумаг;

*Государственная Дума*, которая разрабатывает законодательные акты по вопросам развития рынка ценных бумаг;

*Правительство РФ*, которое определяет общие направления развития рынка ценных бумаг;

*Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг РФ (ФКЦБ России)*, которая разрабатывает концепцию, основные направления развития рынка ценных бумаг и нормативно-правовые акты, регулирующие это развитие; осуществляет контроль за рынком ценных бумаг, аттестацию и лицензирование профессиональных участников рынка; проводит государственную регистрацию проспектов эмиссии ценных бумаг;

*Министерство финансов РФ*, которое проводит общее регулирование развития рынка ценных бумаг как составной части финансового рынка, осуществляет выпуск государственных ценных бумаг;

*Министерство по управлению государственным имуществом РФ (Мингосимущество России)*, которое осуществляет управление пакетами ценных бумаг, находящихся в собственности государства, в том числе и “золотыми” акциями, дающими право вето на определенные решения общего собрания акционеров акционерного общества;

*Российский федеральный фонд имущества (РФФИ)*, который реализует пакеты ценных бумаг, проводя аукционы и инвестиционные конкурсы;

*Министерство по антимонопольной политике и поддержке предпринимательских структур РФ*, которое контролирует соблюдение антимонопольного законодательства на рынке ценных бумаг;

*Центральный банк РФ*, который размещает государственные ценные бумаги, через управление ценными бумагами регулирует деятельность коммерческих банков на фондовом рынке и на основе генеральной лицензии осуществляет лицензирование специалистов коммерческих банков;

*Федеральное казначейство*, которое размещает казначейские обязательства;

*краевые и областные Думы и иные территориальные законодательные органы*, которые осуществляют законодательную инициативу по регулированию развития региональных рынков ценных бумаг;

*администрации автономных республик, краев, областей, городов и районов и иные территориальные органы исполнительной власти*, которые осуществляют текущий контроль и управление региональными рынками ценных бумаг, а также выпуск муниципальных ценных бумаг;

*территориальные управления, представительства, отделы и комитеты ФКЦБ, Министерства финансов, Мингосимущества, РФФИ, Центрального банка, Федерального казначейства, Министерства по антимонопольной политике и поддержке предпринимательских структур*, которые осуществляют функции федеральных органов непосредственно в регионах;

*федеральные комитеты, министерства и управления*, которые осуществляют руководство фондовыми операциями в организациях, находящихся в их подчинении;

*фондовые биржи и фондовые отделы товарных и валютных бирж*, которые организуют биржевую торговлю ценными бумагами;

*региональные комиссии по рынку ценных бумаг в краях и областях*, которые контролируют и регулируют деятельность рынка ценных бумаг в регионах;

*инвестиционные фонды и компании*, которые занимаются профессиональной специализированной деятельностью на региональных рынках ценных бумаг;

*коммерческие банки*, которые выпускают свои ценные бумаги и участвуют в фондовых операциях других участников региональных рынков ценных бумаг, осуществляют операции с государственными и корпоративными ценными бумагами;

*фондовые центры и магазины*, которые занимаются реализацией ценных бумаг;

*пенсионные фонды и страховые компании*, которые вкладывают временно свободные финансовые ресурсы в ценные бумаги;

*депозитарии и реестродержатели*, которые хранят ценные бумаги и ведут их реестр;

*саморегулируемые организации*, которые являются общественными объединениями профессиональных участников региональных рынков ценных бумаг и вырабатывают стандарты их поведения на рынке;

*акционерные общества*, которые выпускают ценные бумаги (преимущественно акции);

*юридические и физические лица*, которые в рамках действующего законодательства могут совершать различные фондовые операции.

На рынке ценных бумаг различают три основных формы деятельности: 1) государственную; 2) профессиональную; 3) частную. *Государственной деятельностью* на рынке ценных бумаг занимаются Президент РФ, Совет Федерации, Государственная Дума, Правительство РФ, ФКЦБ, Центральный банк, Министерство финансов, Министерство экономики, областные администрации. К *профессиональной деятельности* относится работа фондовых бирж, фондовых отделов товарных и валютных бирж, инвестиционных фондов и компаний, брокеров, дилеров, маклеров, специализированных реестродержателей, лиц, профессионально занимающихся депозитарной деятельностью, клирингом, аудитом операций с ценными бумагами и др. Профессиональные участники рынка ценных бумаг обязаны иметь квалификационные аттестаты и лицензию. Особое место среди участников рынка ценных бумаг занимают самоуправляемые организации, которые являются объединениями профессиональных участников рынка ценных бумаг. *Частной деятельностью* на рынке ценных бумаг занимаются остальные участники рынка, которые не относятся к профессиональным участникам и не имеют лицензии на право ведения профессиональной деятельности на рынке.

Участники рынка ценных бумаг могут осуществлять различные виды деятельности (брокерская, дилерская, организация торговли ценными бумагами, ведение реестра ценных бумаг, траст, клиринг,

хранение, залог, консалтинг и др.). Дадим краткую характеристику основных видов деятельности на рынке ценных бумаг.

1. *Брокерская деятельность.* Брокер за чужие деньги, за комиссионное вознаграждение выполняет поручения, обычно купить или продать ценные бумаги.

2. *Дилерская деятельность.* Дилер за собственные деньги на свой страх и риск ведет фондовые операции.

3. *Маклерская деятельность.* Маклер (спекулянт) играет на повышение или понижение цен на фондовом рынке в целях получения прибыли.

4. *Депозитарная деятельность.* Депозитарии предлагают хранение ценных бумаг под определенную ответственность и на определенных условиях. В настоящее время в России создается единая Национальная депозитарная сеть.

5. *Клиринговая деятельность.* Клиринг на рынке ценных бумаг предполагает выполнение обязательств по поставке ценных бумаг и расчетам по ним.

6. *Трастовая деятельность.* Траст (доверительное управление) основан на передаче доверительному управляющему по трастовому договору всех или части полномочий по управлению и распоряжению ценными бумагами.

7. *Ведение реестра ценных бумаг.* Реестродержатель осуществляет все предусмотренные законодательством операции по учету движения ценных бумаг и отражению в реестре права собственности на них.

8. *Организация торговли ценными бумагами.* Организованная торговля ценными бумагами происходит на фондовых биржах, деятельность которых регулируется Федеральным законом “О рынке ценных бумаг” и учредительными документами (уставом) биржи.

9. *Консалтинг.* Консультационная, аналитическая деятельность на рынке ценных бумаг основана на широком использовании экспертных, рейтинговых оценок, логическом моделировании. Консалтинг — это профессиональная помощь в форме консультаций или рекомендаций со стороны высококвалифицированных специалистов по анализу, прогнозу и решению практических проблем на рынке ценных бумаг.

### **2.3. Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг РФ, ее задачи и функции**

Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг РФ (ФКЦБ России) выполняет функции своеобразного министерства, а ее руководитель является по должности федеральным министром. Она осуществляет следующие функции:

- проводит государственную политику в области рынка ценных бумаг;
- осуществляет разработку основных направлений развития рынка ценных бумаг;
- проводит контроль за деятельностью профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- разрабатывает нормативную документацию, регламентирующую развитие рынка ценных бумаг, в том числе стандарты эмиссии;
- осуществляет аттестацию и лицензирование профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- проводит регистрацию и лицензирование саморегулируемых организаций.

Созданным 15 региональным отделениям ФКЦБ делегировано право осуществления ее отдельных функций. Подробное описание полномочий ФКЦБ и ее региональных отделений дано в Федеральном законе “О рынке ценных бумаг”.

Например, Московское региональное отделение (МРО) ФКЦБ осуществляет лицензирование регистраторской деятельности организаций, находящихся в Калужской, Московской, Рязанской, Смоленской, Тверской, Тульской, Ярославской областях и Москве. МРО ведет работу по лицензированию профессиональных участников рынка ценных бумаг. МРО делегированы полномочия по регистрации проспектов эмиссии при первичном и дополнительных выпусках ценных бумаг акционерными обществами, зарегистрированными на подведомственной территории.

Региональные отделения ФКЦБ имеют права:

- осуществлять контроль на рынке ценных бумаг за деятельностью профессиональных участников рынка;
- проводить контроль за достоверностью информации, представляемой эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг, и ее соответствием установленным стандартам;
- регистрировать проспекты эмиссии ценных бумаг в соответствии с законодательством РФ;
- устанавливать обязательные нормативы достаточности собственных средств и иные показатели, ограничивающие риски по операциям с ценными бумагами для профессиональных участников рынка;
- в случае неоднократного или грубого нарушения профессиональными участниками фондового рынка законодательства РФ о ценных бумагах возбуждать ходатайства перед ФКЦБ о приостановлении действия лицензий, выданных на осуществление профессиональной деятельности с ценными бумагами;



- ♦ организовывать аудиторские проверки или проводить ревизии финансово-хозяйственной деятельности эмитентов, профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также фондовых бирж, инвестиционных институтов;

- ♦ проводить аттестацию профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Региональные отделения ФКЦБ выполняют следующие функции:

1. Контроль за соблюдением унифицированных стандартов и правил осуществления профессиональной деятельности с ценными бумагами, торговли и иных операций с ценными бумагами, а также ведения учета и составления отчетности, ведения реестра акционерного общества, осуществления расчетно-депозитарной деятельности и хранения ценных бумаг, разработанных и утвержденных ФКЦБ.

2. Создание информационной базы данных об эмитентах, профессиональных участниках рынка ценных бумаг и функционировании этого рынка.

3. Контроль за раскрытием информации эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

4. Содействие повышению профессионального уровня участников рынка ценных бумаг, создание консультационно-правового центра по вопросам деятельности участников фондового рынка, оказание методической помощи.

5. Разработка и проведение экспертизы проектов постановлений и распоряжений, издаваемых территориальными органами государственной власти по вопросам регулирования рынка ценных бумаг.

6. Разъяснение вопросов применения законодательства РФ о ценных бумагах, профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, а также разработка соответствующих методических рекомендаций.

## **2.4. Классификация фондовых операций**

*Операции с ценными бумагами (фондовые операции)* — это действия с ценными бумагами и/или денежными средствами на фондовом рынке для достижения поставленных целей:

- обеспечение финансовыми ресурсами деятельности субъекта операции — формирование и увеличение собственного капитала, привлечение заемного капитала или ресурсов в оборот. По своему экономическому назначению это пассивные операции, которые осуществляются через эмиссию ценных бумаг (*эмиссионные операции*);

- вложение субъектом операций собственных и привлеченных финансовых ресурсов в фондовые активы от своего имени. По сво-

ему экономическому назначению — это активные операции, которые осуществляются путем приобретения фондовых активов на бирже, в торговой системе, на внебиржевом рынке (*инвестиционные операции*);

- обеспечение обязательств субъекта операций перед клиентами в отношении ценных бумаг или обязательств клиента, связанных с ценными бумагами (*клиентские операции*).

Основными фондовыми операциями являются:

- ♦ выпуск (эмиссия);
- ♦ размещение;
- ♦ купля-продажа;
- ♦ конвертация (обмен);
- ♦ хранение;
- ♦ траст (доверительное управление);
- ♦ менеджмент;
- ♦ залог;
- ♦ клиринг;
- ♦ регистрация и перерегистрация владельцев ценных бумаг;
- ♦ маркетинг;
- ♦ ценообразование;
- ♦ страхование;
- ♦ безвозмездная поставка;
- ♦ оценка инвестиционного риска;
- ♦ погашение;
- ♦ дарение;
- ♦ наследование;
- ♦ сплит (расщепление) или дробление;
- ♦ консолидация (объединение);
- ♦ передача (индоссамент);
- ♦ определение рыночной стоимости;
- ♦ бухгалтерский учет и аудит;
- ♦ посредничество;
- ♦ начисление и выплата дивидендов по акциям и процентов по облигациям;
- ♦ формирование и управление портфелями ценных бумаг;
- ♦ инвестиционное проектирование;
- ♦ консалтинг.

Подробная характеристика фондовых операций дана в главах 10—11.

## **2.5. Ценные бумаги и их виды.**

### **Классификационные характеристики ценных бумаг**

Объектами фондового рынка являются различные виды ценных бумаг. *Ценные бумаги представляют собой денежные документы, удо-*

*стоверяющие имущественные права владельца документа или отношения займа.* Кроме того, это инструмент привлечения денежных средств, объект вложения финансовых ресурсов. Обращение ценных бумаг — сфера таких видов деятельности, как брокерская, депозитарная, регистраторская, трастовая, клиринговая и консультационная.

Ценные бумаги как объекты гражданских прав имеют свободный характер перехода от одного лица к другому в порядке универсального правопреемства и не ограничены в обороте. Они могут быть документарными и бездокументарными. Ценные бумаги выступают как экономическая и юридическая категории. Они делятся на два больших класса — основные и производные.

*Основные ценные бумаги* — это ценные бумаги, в основе которых лежат имущественные права на какой-либо актив (обычно на товар, деньги, капитал, имущество, различного рода ресурсы и др.).

*Производные ценные бумаги* — это бездокументарные формы выражения имущественного права (обязательства), возникающего в связи с изменением цены базисного актива, т.е. актива, лежащего в основе данной ценной бумаги. В качестве базисных активов могут рассматриваться товары (зерно, мясо, нефть, золото и т.д.), основные ценные бумаги (акции и облигации) и т.п. К производным ценным бумагам относятся фьючерсные контракты (товарные, валютные, процентные, индексные и др.) и свободно обращающиеся опционы.

Классификация ценных бумаг — это деление ценных бумаг на виды по определенным признакам. Под видом ценных бумаг понимают совокупность, для которой все существенные признаки являются общими, одинаковыми. Классификация видов ценных бумаг — это деление видов ценных бумаг на подвиды, которые, в свою очередь, могут подразделяться на более мелкие подвиды. Например, облигация — один из видов ценных бумаг. Облигация может быть купонной и бескупонной. Бескупонная облигация может быть выигршной и дисконтной.

По основным характеристикам (признакам) ценные бумаги можно классифицировать следующим образом (табл. 2.1). Каждая группа ценных бумаг включает их подвиды. Это деление обусловлено особенностями фондового рынка и законодательства той или иной страны.

Как юридическая категория ценные бумаги определяют следующие права:

- владение ценной бумагой;
- удостоверение имущественных и обязательственных прав;
- право управления;
- удостоверение передачи или получения собственности.

## Классификация ценных бумаг

Классификационный признак	Виды ценных бумаг
Срок существования	Срочные — ценные бумаги, имеющие установленный срок существования (долго-, средне- и краткосрочные) Бессрочные — ценные бумаги, существующие вечно
Происхождение	Первичные — ценные бумаги, основанные на активах, в число которых не входят сами ценные бумаги (акции, облигации, векселя, закладные и др.) Вторичные — ценные бумаги, выпускаемые на основе первичных ценных бумаг; это ценные бумаги на сами ценные бумаги (варранты на ценные бумаги, депозитарные расписки и др.)
Формы существования	Бумажные, или документарные Безбумажные, или бездокументарные
Национальная принадлежность	Отечественные Иностранные
Тип использования	Инвестиционные, или капитальные — ценные бумаги, являющиеся объектом вложения капитала (акции, облигации, фьючерсные контракты и др.) Неинвестиционные — ценные бумаги, которые обслуживают денежные расчеты на товарных или других рынках (векселя, чеки, коносаменты)
Порядок владения	Предъявительские — ценные бумаги, которые не фиксируют имени их владельца, и их обращение осуществляется путем простой передачи от одного лица к другому Именные — ценные бумаги, содержащие имя их владельца и, кроме того, регистрируемые в специальном реестре Ордерные — именные ценные бумаги, передаваемые другому лицу путем совершения на них передаточной надписи (индоссамент)
Форма выпуска	Эмиссионные — ценные бумаги, выпускаемые обычно крупными сериями, в больших количествах, и внутри каждой серии все ценные бумаги абсолютно идентичны (акции и облигации) Неэмиссионные — ценные бумаги, выпускаемые поштучно или небольшими сериями

Форма собственности	Государственные Негосударственные — ценные бумаги, которые выпускаются в обращение корпорациями (компаниями, банками, организациями) и даже частными лицами
Характер обращаемости	Рыночные, или свободно обращающиеся Нерыночные (обращение ценных бумаг может быть ограничено, и ценную бумагу нельзя продать никому кроме ее эмитента и через оговоренный срок)
Уровень риска	Безрисковые и малорисковые Рисковые
Наличие дохода	Доходные Бездоходные
Форма вложения средств	Долговые — ценные бумаги, обычно имеющие фиксированную процентную ставку и являющиеся обязательством выплатить сумму долга на определенную дату в будущем (облигации, банковские сертификаты, векселя и др.) Владельческие долевые — ценные бумаги, дающие право собственности на соответствующие активы (акции, варранты, коносаменты и др.)
Экономическая сущность (вид прав)	Акции Облигации Векселя и др.

Ценные бумаги как экономическая категория имеют определенные свойства и характеристики:

- ♦ ликвидность;
- ♦ доходность;
- ♦ курс;
- ♦ надежность;
- ♦ наличие самостоятельного оборота;
- ♦ потенциал прироста курсовой стоимости.

Ценные бумаги можно классифицировать также по следующим признакам: 1) по эмитентам (государственные, частные и смешанные); 2) по степени защиты (высококласные и низкокласные); 3) по форме выпуска (документарные и бездокументарные); 4) по сроку действия (срочные и бессрочные); 5) по виду (именные и на предъявителя); 6) по объему предоставленных прав (с правом собственности, с правом уп-

равления и с правом кредитования); 7) по территории обращения (муниципальные, государственные, иностранные и общероссийские); 8) по форме получения дохода (с постоянным доходом и с точечным доходом); 9) по возможности обмена (конвертируемые и неконвертируемые).

Основными видами ценных бумаг являются:

- акция,
- облигация,
- вексель,
- чек,
- сберегательная книжка на предъявителя,
- депозитный сертификат,
- опцион,
- фьючерс,
- коносамент и др.

На рынке ценных бумаг существуют определенные стандарты, которые представляют собой совокупность экономических, юридических и технических требований к ценным бумагам.

## **Акции**

*Акции — это ценные бумаги, выпускаемые акционерными обществами (корпорациями), удостоверяющие внесение средств на цели развития предприятия и дающие их владельцам определенные права.* Различают обыкновенные и привилегированные акции.

*Обыкновенные акции* удостоверяют участие в акционерном капитале, предоставляют возможность управления акционерным обществом, дают право голоса (одна акция = один голос), право на получение дивидендов, части имущества акционерного общества при его ликвидации после удовлетворения требований кредиторов и отсутствия иной задолженности.

*Привилегированные акции* дают преимущественное право на получение дивидендов. В случае ликвидации предприятия владелец привилегированной акции имеет преимущественное право (по отношению к держателю обыкновенной акции) на получение части имущества общества в соответствии с долей совладения предприятием, выраженной стоимостью акций. Устав акционерного общества может предусматривать право голоса по привилегированным акциям определенного типа, если им допускается возможность конвертации акций этого типа в обыкновенные акции. Акционеры — владельцы привилегированных акций участвуют в общем собрании акционеров с правом голоса при решении вопросов о реорганизации и ликвидации общества.

Привилегированные акции различаются по характеру выплаты дивидендов:

- ♦ с фиксированным доходом;
- ♦ с плавающим доходом;
- ♦ с участием (в прибыли сверх установленного дивиденда);
- ♦ гарантированные;
- ♦ экс-дивидендные (купленные в срок, например, меньше 10 дней до официального объявления даты выплаты дивидендов);
- ♦ кумулятивные (по этим акциям невыплаченный или не полностью выплаченный дивиденд, размер которого определен в уставе, накапливается и выплачивается впоследствии).

Дивиденды выплачиваются акционерам по итогам деятельности акционерного общества за квартал или год. *Дивидендом* является часть чистой прибыли акционерного общества, подлежащая распределению среди акционеров, приходящаяся на одну обыкновенную или привилегированную акцию. Чистая прибыль, направляемая на выплату дивидендов, распределяется между акционерами пропорционально числу и виду принадлежащих им акций. Размер окончательного дивиденда не может быть больше рекомендованного советом директоров акционерного общества, но может быть уменьшен общим собранием акционеров. Величина дивиденда по обыкновенным акциям не фиксирована. Она зависит от суммы полученной прибыли и решения общего собрания акционеров по выделению доли средств на выплату дивидендов. Фиксированный дивиденд по привилегированным акциям устанавливается акционерным обществом при их выпуске. Выплата дивидендов по таким акциям производится независимо от полученной прибыли в соответствующем году. При недостаточном объеме прибыли дивиденды по этим акциям выплачиваются из резервного фонда.

Выплата дивидендов, объявленных общим собранием акционеров, является обязательной для общества. Запрещается объявлять и выплачивать дивиденды, если общество неплатежеспособно либо может стать таковым после выплаты дивидендов. Акционеры вправе требовать выплаты объявленных дивидендов от общества через суд. В случае отказа акционерное общество должно быть объявлено неплатежеспособным и подлежит ликвидации в установленном законом порядке.

*“Золотая” акция, или акция “вето”*, обычно выпускается на срок 3 года и дает право приостанавливать действие решений, принятых на общем собрании акционеров на 6 месяцев. Она дает право снимать вопросы с повестки дня общего собрания акционеров. Как правило, “золотая” акция принадлежит Мингосимуществу России, его территориальным структурам при наличии доли государственной собственности в акционерном капитале предприятия.

Акции делятся на: 1) низкокачественные; 2) высококачественные; 3) среднего качества; 4) свободно обращающиеся; 5) ограниченно обращающиеся. К ограниченно обращающимся можно отнести *ванкулированные акции*, которые можно отчуждать только с согласия эмитента.

Различают циклические акции, акции роста и акции спада. *Циклические акции* — это акции, курс которых растет при подъеме экономики и снижается при ее спаде. *Акции роста* — это акции, курс которых имеет общую тенденцию к повышению. *Акции спада* — это акции, курс которых имеет тенденцию к снижению.

Право на выпуск акций имеют только акционерные общества. Акции выпускаются без установленного срока обращения. Акции могут эмитироваться (выпускаться) как в наличной, так и в безналичной форме. При наличной эмиссии акционеру выдаются на руки бланки акций, которые имеют несколько степеней защиты. При безналичной эмиссии акции существуют как бы условно: в памяти ЭВМ и журналах учета акционеров, периодически обновляемых с помощью ЭВМ. При безналичной эмиссии на руки акционеру выдается так называемый сертификат акций — документ, удостоверяющий право владения определенным числом акций.

Одной из характеристик акции, хотя и не самой важной, является ее *номинал* — условная величина, выражаемая обычно в денежной форме и определяющая долю имущества акционерного общества, которая приходится на одну акцию. На основе номинала рассчитывается сумма дивидендов, выплачиваемая акционеру. Основной характеристикой акции является ее *курсовая стоимость (курс акции)* — величина, показывающая, во сколько раз текущая цена акции (цена, по которой ее можно приобрести в настоящее время на рынке) выше номинала.

Важным свойством акции, отличающим ее от других ценных бумаг, является то, что акция дает ее владельцу право на управление предприятием, которое реализуется на общем собрании акционеров. Влияние акционера прямо пропорционально размеру средств, вложенных им в уставный капитал акционерного общества. Между тем в России возник новый вид акций — акции трудовых коллективов и акции предприятий. Эти акции не дают их держателям права на участие в управлении предприятием, они выпускаются для мобилизации дополнительных финансовых ресурсов и не меняют правовое положение и форму собственности организации-эмитента. *Акции трудового коллектива* распространяются только среди работников предприятия и не подлежат свободному обращению. *Акции предприятий* распространяются среди юридических лиц — других предприятий и организаций.



## Облигации

В переводе с латинского “облигация” буквально означает “обязательство”. Имеется в виду обязательство возмещения взятой в долг суммы, т.е. долговое обязательство. Организация, выпустившая облигацию (эмитент), выступает в роли заемщика денег, а покупатель облигации (инвестор, или облигационер) в роли кредитора.

*Облигация — ценная бумага, удостоверяющая внесение ее владельцем денежных средств и подтверждающая обязательство возместить ему номинальную стоимость этой ценной бумаги в обусловленный срок с уплатой фиксированного процента* (если иное не предусмотрено правилами выпуска). Облигация — это ценная бумага, которая: 1) выражает заемные, долговые отношения между облигационером и эмитентом; 2) самостоятельно обращается на фондовом рынке вплоть до ее погашения эмитентом и имеет собственный курс; 3) обладает свойствами ликвидности, надежности, доходности и другими инвестиционными качествами.

Облигация имеет базовые характеристики — номинал, курс, пункт, купон (купонный процент), дата погашения, дисконт и др. *Курс облигации* определяется в процентах к номиналу. *Дисконт* (как и *премия*) — это разница между продажной ценой и номиналом облигации; в случае с премией эта разница положительна, а в случае с дисконтом — отрицательна. Другое название дисконта — *скидка*. *Купон (купонный процент)* — это фиксированный процент, который устанавливается в момент эмиссии облигации. Исходя из этого процента облигационер получает регулярные платежи по облигации. Купон оформляется обычно как отрывная часть облигации. Чем выше размер купонного процента, тем выше ее инвестиционная привлекательность. Величина купона зависит от имиджа, надежности эмитента. На него влияет также и срок обращения облигации. Чем длительнее срок, тем больше купон, так как рыночный риск прямо пропорционален сроку обращения облигации.

Облигация относится к основным ценным бумагам, активно используется на фондовом рынке и представляет собой срочную долговую бумагу, которая удостоверяет отношения займа между ее владельцем и эмитентом. Она выпускается, как правило, на срок от одного года и более. При покупке облигации покупатель кредитует продавца. Эмитент обязуется выкупить облигацию в установленный срок. Облигация является денежным документом, подтверждающим обязательства заемщика возместить покупателю номинальную стоимость данной ценной бумаги в определенный срок с выплатой фиксированного или плавающего дохода (обычно в зависимости от размера ставки рефинансирования Центрального банка РФ).

Основные отличия облигации от акции:

- облигация приносит доход только в течение указанного на ней срока;
- в отличие от ничем не гарантированного дивиденда по простой акции, облигация обычно приносит ее владельцу доход в виде заранее установленного процента от ее нарицательной стоимости (номинала);
- облигация акционерного общества не дает права выступать ее владельцу в качестве акционера данного общества, т.е. не дает права голоса на общем собрании акционеров.

Доход по облигациям обычно ниже, чем по акциям, но он более надежен, так как в меньшей степени зависит от ситуации на рынке и циклических колебаний в экономике.

Облигации выпускаются с целью привлечения дополнительных средств для проведения каких-либо мероприятий, способствующих увеличению прибыли или объема производства товаров. Средства от продажи облигаций государственных займов используются для покрытия дефицита государственного бюджета. Облигации имеют право выпускать только юридические лица (предприятия и их объединения, акционерные общества, кооперативы, банки, государство или муниципально-административные органы).

В настоящее время в России можно встретить несколько типов этих ценных бумаг: облигации внутренних (государственных) и местных (муниципальных) займов, а также облигации предприятий и акционерных обществ (*корпоративные облигации*). Облигации бывают следующих типов:

- ♦ именные — владельцы этих облигаций регистрируются в особой книге, поэтому такие облигации обычно бескупонные;
- ♦ на предъявителя — имеют специальный купон, являющийся свидетельством права держателя облигации на получение процентов по наступлении соответствующего срока;
- ♦ обычные (неконвертируемые) — часто предусматривают возможность досрочного погашения посредством выкупа;
- ♦ конвертируемые — выпускаются под заемный капитал с правом конверсии (через определенный срок по заранее установленной цене) в обыкновенные или привилегированные акции;
- ♦ обеспеченные — выпускаются под залог и обеспечиваются недвижимостью эмитента или доверительной собственностью других компаний. Требования владельцев таких облигаций как кредиторов подлежат первоочередному удовлетворению;
- ♦ необеспеченные — не обеспечиваются недвижимостью, поэтому владельцам таких облигаций не предоставляются преимущества по сравнению с другими кредиторами. Ввиду этого они обладают действительной ценностью только в том случае, если эмитент

имеет прочное финансовое положение и высокий “облигационный” рейтинг;

- ♦ с полным купоном — продаются по номиналу и характеризуются доходом по купону, равным текущей рыночной ставке;
- ♦ с нулевым купоном — доход по ним выплачивается при погашении путем начисления процентов к номиналу без ежегодных выплат.

Облигации могут свободно обращаться или иметь ограниченный круг обращения. Облигации государственных и муниципальных займов выпускаются на предъявителя. Корпоративные облигации выпускаются как именные, так и на предъявителя. Если по облигации предполагается периодическая выплата доходов, то она обычно производится по купонам. Купонный доход может выплачиваться ежеквартально, один раз в полгода или ежегодно. Чем чаще выплачивается купонный доход, тем большую выгоду получает инвестор. Поэтому облигации с поквартальной выплатой при равном годовом проценте всегда котируются выше, чем облигации, выплаты по которым проводятся только один раз в год.

Классификация корпоративных облигаций приведена в табл. 2.2.

**Таблица 2.2**

**Классификация корпоративных облигаций**

Классификационный признак	Облигации и их краткая характеристика
Срок действия	Краткосрочные — выпускаются на срок до 3 месяцев Среднесрочные — выпускаются на срок от 3 месяцев до одного года Долгосрочные — выпускаются на срок более 1 года Выпускаемые на срок до 10 лет и более
Срок погашения	Срочные (безотзывные) — погашаются эмитентом в установленный срок, не допускается досрочное погашение (отзыв) Досрочные (отзывные) — могут быть погашены (отозваны) в любой срок, что специально оговаривается в проспекте эмиссии займа
Вид закрепления собственности	Именные — предполагают, что имена владельцев (облигационеров) заносятся в специальный реестр и записываются на бланке облигации, если он имеется На предъявителя — не регистрируются и имена владельцев не фиксируются

Форма обращения	Конвертируемые — могут обмениваться на другие ценные бумаги (акции, облигации) в соответствии с условиями выпуска Неконвертируемые — обычные, не обмениваются на другие ценные бумаги
Обеспеченность активами  акций,	Обеспеченные (закладные) — обеспечиваются активами (имуществом, ценными бумагами). Предполагается залог недвижимости, оборудования, транспортных средств, векселей Необеспеченные — не обеспечиваются активами
Методы получения дохода	С плавающим (колеблющимся) доходом — предназначены для учета изменений доходности в зависимости от колебаний ставки банковского процента, индексов цен, инфляции, валютного курса. Доходность облигации привязана к выбранному показателю (например, к ставке рефинансирования Центрального банка РФ) С жестким (фиксированным) доходом — имеют стабильный уровень доходности, зафиксированный в проспекте эмиссии на момент выпуска
Принципы получения дохода	Беспроцентные — доход образуется за счет разницы между покупной и номинальной стоимостью, т.е. проценты включены в номинальную стоимость, по которой производится погашение Процентные: 1) купонные — доход составляет периодически выплачиваемый процент (обычно один раз в квартал, месяц, полугодие, год; купон соответствует выплачиваемому проценту; 2) выигрышные — доход образуется за счет выигрыша; выигрышный фонд формируется путем аккумуляции процентов данного выпуска (серии, транша)
Регулирование срока погашения	С расширением (сужением) срока — можно обменять на облигации с более поздним (или ранним) сроком погашения с повышением (понижением) ставки процента Серийные — погашаются постепенно с одновременным уменьшением процентных выплат

Встречающиеся в литературе различные разновидности облигаций могут быть также классифицированы с помощью вышеприведенной таблицы. Например, *индексированные облигации*. Их купоны и

номиналы привязываются к некоторому показателю в целях страхования инвестора от обесценения его финансовых ресурсов. Таким показателем может быть индекс потребительских цен или цена какого-то товара, стоимость которого меняется в соответствии с темпами роста инфляции, т.е., по существу, индексируемые облигации — это облигации с плавающим (колеблющимся) доходом. *Облигации с нулевым купоном (зеро)* — это облигации, по которым не выплачиваются проценты (беспроцентные).

*Консоли* — облигации, по которым регулярно производится выплата процентов, а срок выкупа конкретно не определен. По экономической сущности это долгосрочные отзывные облигации. Очень часто упоминаются *облигации с дисконтом*. Это беспроцентные облигации, так как они продаются со скидкой (дисконтом), а облигационер получает прибыль при погашении этих облигаций по более высокой цене. Отметим, что проценты по облигациям, как и сумма погашения, могут выплачиваться ценными бумагами, деньгами или иным имуществом, если это предусмотрено условиями выпуска займа.

### **Государственные ценные бумаги**

*Государственные ценные бумаги* — это бумаги, которые выпускаются и обеспечиваются государством и используются для пополнения государственного бюджета. Различают следующие виды государственных ценных бумаг:

- наличные и безналичные;
- документарные и бездокументарные;
- гарантированные и доходные;
- рыночные и нерыночные;
- именные и на предъявителя.

Государственные ценные бумаги могут выполнять такие функции, как: 1) налоговое освобождение; 2) обслуживание государственного долга; 3) финансирование непредвиденных государственных расходов. В 1992 г. с целью привлечения денежных ресурсов и покрытия растущего дефицита федерального бюджета были выпущены следующие государственные ценные бумаги:

- ♦ государственные долгосрочные обязательства;
- ♦ государственные краткосрочные бескупонные облигации;
- ♦ облигации государственного сберегательного займа;
- ♦ государственные казначейские векселя и казначейские обязательства;
- ♦ облигации государственного внутреннего валютного займа и др.

Основные виды государственных ценных бумаг представлены в табл. 2.3.

## Основные виды государственных ценных бумаг

Эмитент	Срок обращения		
	Краткосрочные	Среднесрочные	Долгосрочные
Федеральные органы власти	Государственные бескупонные облигации (ГКО) Казначейские обязательства (КО) Облигации Банка России (ОБР)	Облигации федерального займа (ОФЗ) Облигации золотого федерального займа (ОЗФЗ) Облигации внутреннего валютного займа (ОВВЗ)	Облигации внутреннего валютного займа (ОВВЗ)
Муниципальные органы власти	Муниципальные краткосрочные бескупонные облигации (МКО) Муниципальные векселя	Муниципальные среднесрочные облигации	Муниципальные жилищные сертификаты

Рассмотрим особенности отдельных видов государственных ценных бумаг. *Государственные краткосрочные облигации (ГКО)* обращаются с 1992 г. В 1994 г. они имели доходность около 500% годовых. Их оборот достигал весьма значительных размеров. Например, в июне 1995 г. на рынке ценных бумаг имели хождение ГКО на сумму 21 трлн. руб. Их доходность в тот период составляла 200% годовых. “Длинные” ГКО выпускались на срок 12—36 месяцев, “короткие” — на срок 3 месяца и менее. Определение доходности “длинных” ГКО было затруднено тем, что реальная инфляция значительно опережала декларированную, используемую при прогнозировании доходности. Выпуск ГКО на короткий срок, напротив, давал возможность теснее их привязать к темпам инфляции, приблизить цены заимствования к реальной рыночной цене данных ценных бумаг. До августа 1998 г. государство ни разу не нарушило сроков погашения по ГКО и обязательств по выплате процентов. ГКО приобретают в основном банки и финансовые компании.

*Казначейские обязательства (КО)* в основном использовались для зачета налогов предприятиями. Их выпуск составлял в среднем 30% от эмиссии ГКО. Они активно обращались на рынке в 1994—1995 гг. С помощью КО были решены многие проблемы финансирования государственного бюджета, “расшивки” неплатежей. Но в связи с тем, что эти ценные бумаги фактически бесконтрольно перепродавались, государство не могло жестко регулировать их

рынок. Рынок КО был несбалансированным, ажиотажным. Наблюдалась высокая доходность спекулятивных операций на этом рынке. Денег на нем было гораздо больше, чем обязательств. Это было связано, с одной стороны, с тем, что купив КО, можно было получить налоговое освобождение, а с другой — с тем, что номинал КО (государственная цена реализации) был примерно в 5 раз ниже их рыночной цены.

*Облигации банка России (ОБР)* — инструменты денежно-кредитной политики, выпускаемые Центральным банком РФ с сентября 1998 г. Покупать эти краткосрочные облигации могут только коммерческие банки в целях поддержания своей ликвидности. Предельный размер общей номинальной стоимости облигаций Банка России всех выпусков, не погашенных на дату принятия решения об очередном выпуске облигаций, устанавливается как разница между максимально возможной и нормативной величиной обязательных резервов кредитных организаций.

*Муниципальные ценные бумаги* выпускаются органами местного самоуправления для покрытия дефицита местных бюджетов и целевого финансирования территориальных программ. Наиболее распространены облигации жилищного и телефонного займов. Указ Президента РФ “О создании условий для проведения заемных операций на внутреннем и внешнем рынке капитала” от 12 ноября 1997 г. регулирует выпуск внешних облигационных займов органами исполнительной власти ряда регионов, облигации которых поступили в обращение на финансовые рынки европейских стран (*евробонды*).

### **Другие виды ценных бумаг**

**Коносамент.** Это ценная бумага, выписываемая перевозчиком морского груза либо его полномочным представителем собственнику груза или его представителю. Это морской товарораспорядительный документ, удостоверяющий:

- факт заключения договора перевозки;
- факт приема груза к отправке;
- право распоряжения и право собственности держателя коносамента на груз;
- право держателя на владение и распоряжение коносаментом.

Коносамент — это безусловное обязательство морского перевозчика доставить груз по назначению в соответствии с условиями договора перевозки. Отсутствие сведений о перевозимом грузе лишает коносамент статуса ценной бумаги. Коносамент может быть предъявительским, ордерным или именным.

**Чеки.** Это документы установленной формы, содержащие письменное распоряжение чекодателя банку уплатить держателю чека указанную в нем сумму. Таким образом, чек — это, в сущности, разновидность переводного векселя, но с некоторыми особенностями, а именно:

- ♦ чек выражает только расчетные функции и как самостоятельное имущество в сделках не участвует (нельзя купить чек на вторичном рынке, нельзя его заложить, передать в управление или дать взаймы);
- ♦ плательщиком по чеку всегда выступает банк или иное кредитное учреждение, имеющее лицензию на совершение таких операций;
- ♦ чек не требует акцепта плательщика, поскольку предполагает, что чекодатель депонировал у плательщика необходимую для этого сумму денег.

В 1994 г. акционерный “Глория-банк” предложил своим клиентам воспользоваться новой системой безналичных расчетов — чеками синдиката коммерческих банков. Чеки синдиката представляют собой именные ценные бумаги, имеющие семь степеней защиты от подделки, и являются средствами платежа. Клиент при оплате товаров торговой фирмы посредством чеков предъявляет кассиру чековую книжку и паспорт для сверки подписи на обложке чековой книжки, на самом чеке и паспортных данных. Выписанный чек действителен в течение 10 дней со дня его выписки. Банк начисляет клиенту проценты на остаток денежных средств по чековой книжке. Принимая в оплату чеки синдиката, торговые фирмы не несут финансовой и юридической нагрузки: за инкассацию чеков банк процентов не берет, исчезает необходимость ежедневного перерасчета и инкассации значительных денежных сумм. Суммы по инкассированным чекам перечисляются на расчетный счет торговой фирмы в течение одного банковского дня.

С точки зрения инвестора, чек как объект потенциального инвестирования свободных денежных средств представляется малопривлекательным, поскольку эта ценная бумага не имеет ни процентных, ни купонных доходов.

**Сберегательная книжка на предъявителя и депозитные сертификаты.** Эти документы также являются ценными бумагами. Главным видом привлекаемых банками средств являются так называемые депозиты. *Депозит* (от лат. depositum — вещь, отданная на хранение) — это экономические отношения по поводу передачи средств клиента во временное пользование банка. Депозитные счета могут быть самыми разнообразными, и в основу их классификации могут быть положены такие критерии, как источники вкладов, их целе-



вое назначение, степень доходности и т.д. Однако наиболее часто в качестве критерия выступают категория вкладчика и формы изъятия вклада. Исходя из категории вкладчиков различают:

- депозиты юридических лиц (предприятий, организаций, других банков);

- депозиты физических лиц.

По форме изъятия средств депозиты подразделяются:

- ♦ на депозиты до востребования (обязательства, не имеющие конкретного срока);

- ♦ срочные депозиты (обязательства, имеющие определенный срок);

- ♦ условные депозиты (средства, подлежащие изъятию при наступлении заранее оговоренных условий).

Срочные вклады оформляются договором между клиентом (вкладчиком) и банком. Банки самостоятельно разрабатывают форму депозитного договора, которая носит по отдельному виду вклада типовой характер. Договор составляется в двух экземплярах: один хранится у вкладчика, а другой — в банке в кредитном или депозитном отделе (в зависимости от того, кому в банке поручена эта работа). В договоре указывается сумма вклада, срок его действия, проценты по вкладу, обязанности и права вкладчика, обязанности и права банка, ответственность сторон за соблюдение условий договора, порядок разрешения споров. Многие банки устанавливают минимальный размер срочного вклада, величина которого зависит от ориентации банка на мелких, средних или крупных вкладчиков. Со своей стороны банк обязуется своевременно исполнять все условия договора и нести ответственность за их нарушение, что может выражаться в установлении пени или штрафа за несвоевременную выдачу средств владельцам депозитов или невыплату процентов в срок.

**Векселя.** Это ценные бумаги, удостоверяющие безусловное денежное обязательство векселедателя уплатить по наступлении срока определенную сумму денег владельцу векселя. Векселя бывают простыми и переводными. *Простой вексель (соло-вексель)* является обязательством векселедателя уплатить до наступления срока определенную сумму денег держателю векселя. В таком векселе обязательно указывается срок платежа; место, в котором совершается платеж; лицо, которому или по приказу которого совершается платеж; дата и место выписки векселя. *Переводной вексель (тратта)* содержит письменный приказ векселедержателя (трассанта) плательщику (трассату) об уплате указанной в векселе суммы денег третьему лицу (первому держателю векселя — ремитенту).

По форме различают товарные и финансовые векселя. *Товарный (коммерческий) вексель* используют во взаимоотношениях сторон в

реальных сделках с поставкой продукции (выполнением работ, оказанием услуг). *Финансовый вексель* в основе имеет ссуду (заем, кредит), выдаваемую хозяйствующим субъектом за счет собственных средств, и приобретается с целью получить прибыль от роста рыночной стоимости или проценты. В практике встречаются бронзовые и дружеские векселя, используемые в целях получения дешевого, беспроцентного кредита. *Бронзовый вексель* — это вексель, выписанный на вымышленное лицо. *Дружеский вексель* основан на встречной выписке векселей.

**Опционы и фьючерсы.** Опционы и фьючерсы относятся к производным ценным бумагам. Производные ценные бумаги представляют собой финансовые контракты на совершение сделок с ценными бумагами в договорные сроки. Они появились в результате развития фондового рынка, расширения и усложнения операций с ценными бумагами для формализации торговых сделок.

Суть *опциона* заключается в оформлении контракта на право покупки (call) или продажи (put) определенного количества ценных бумаг. Покупатель опциона выплачивает его продавцу вознаграждение (премию). Покупатель опциона может реализовать или не реализовать купленное право. В отличие от фьючерса опцион позволяет инвесторам и биржевым посредникам определять и ограничивать риск в форме премии — надбавки, выплачиваемой за право покупать или продавать ценные бумаги по срочным контрактам. Владельцы опционов не ограничены максимально возможными ценами и сроком исполнения и могут воспользоваться преимуществами, которые дают складывающиеся на рынке тенденции. Разнообразие рыночных ситуаций и тактик в торговле опционами, их различные комбинации с фьючерсами делают эти финансовые инструменты достаточно привлекательными для инвесторов.

*Фьючерс* — это определенным образом оформленный контракт на приобретение известного количества ценных бумаг в установленный период по базисной цене, которая фиксируется при заключении контракта. Фьючерсные контракты строго стандартизированы и отражают конкретные требования продавцов и покупателей ценных бумаг. Фьючерс представляет собой договор, согласно которому одно лицо продает другому определенное количество ценных бумаг по фиксированному курсу, но с обязательством осуществить сделку не сразу, а к установленному сроку. Покупатель обязан принять ценные бумаги в указанный срок и уплатить за них сумму, оговоренную в контракте независимо от реальной курсовой стоимости бумаг к этой дате. Таким образом, момент выполнения продавцом и покупателем своих обязательств не совпадает с датой заключения сделки. На момент продажи фьючерса его владелец может и не иметь в наличии тех ценных бумаг, которые он предла-

гает купить, надеясь приобрести их к дате исполнения контракта по цене ниже цены контракта.

Стандартные срочные контракты (фьючерсы) купли-продажи определенного вида ценных бумаг содержат следующие основные позиции:

- вид ценной бумаги;
- фиксированная цена продажи;
- количество ценных бумаг;
- сумма сделки;
- дата исполнения контракта;
- условия расчетов.

**Депозитарные расписки.** В последние годы на фондовых рынках Европы начали обращаться *глобальные депозитарные расписки (GDR)* на акции ПАО “ЕЭС России”, одна из наиболее ликвидных на российском рынке. Глобальные депозитарные расписки, так же, как и *американские депозитарные расписки (ADR)*, являются свидетельствами о депонировании акций. Они имеют ряд ограничений: не допускаются к обращению на фондовом рынке США, а в Европе могут торговаться только на внебиржевом рынке. Программа их эмиссии реализована The Bank of New York (эмитент) под гарантии реестродержателя ПАО “ЕЭС России” и самого банка. Спрос на депозитарные расписки на российском рынке характеризуется значительным ростом.

**Закладные.** Особую роль имеют такие ценные бумаги, как закладные. Их обращение регулируется Гражданским кодексом РФ, Законом “О залоге” от 29 мая 1992 г. и Законом “Об ипотеке (залоге недвижимости)” от 16 июля 1998 г. *Закладная* — это именная ценная бумага, которая удостоверяет право на получение обеспеченного ипотекой имущества после исполнения денежного обязательства, право залога на имущество, указанное в договоре об ипотеке. Закладные подлежат обязательной государственной регистрации. По соглашению между залогодателем и залогодержателем в закладной может быть предусмотрен ряд передаточных надписей. Закладные широко используются при оформлении ломбардных кредитов.

Например, Законодательное собрание Владимирской области приняло Закон “О залоге пакетов акций под кредит”, согласно которому кредиты под гарантии областного бюджета будут выдаваться только под залог акций предприятия. В случае распыления акций возможна их специальная эмиссия под залог. Закон направлен на привлечение инвестиций и снижение фактора риска по невозврату кредитов, выдаваемых под гарантии областного бюджета. До принятия закона гарантии для получения кредитов выдавались предприятиям под залог оборудования и недвижимости, ликвидность которых в настоящее время низка.

**Складские свидетельства.** Это аналогия зарубежных складских расписок. Складские свидетельства предполагается использовать в схемах реструктуризации задолженности предприятий перед бюджетом и внебюджетными фондами в целях сокращения кредиторской задолженности в производственном секторе и создания системы взаимозачетов. Обязательства заемщика по возврату кредита и уплате процентов по нему обеспечиваются залогом товара, помещенного на хранение под выданное складское свидетельство. Складские свидетельства призваны помочь промышленным предприятиям в решении проблемы неплатежей, так как эти ценные бумаги обеспечиваются продукцией, находящейся на складе, и привлечением финансовых ресурсов. Складские свидетельства не могут быть выданы товарным складом, если не было передачи товара на хранение. Эти бумаги являются идеальным обеспечением обязательств заемщика.

Различают простые и двойные складские свидетельства. *Простые складские свидетельства* выдаются товарным складом на предъявителя на партию или часть партии товара. Товар подлежит обязательному страхованию от рисков случайной гибели или повреждения. Договор страхования предусматривает переход прав выгодоприобретателя вместе с переуступкой простого складского свидетельства. Складские свидетельства можно покупать, продавать, обменивать, сдавать в залог. В случае залога простых складских свидетельств ответственность за утрату или повреждение предмета залога несет товарный склад и страховая компания. Взыскание в случае невозврата кредита в срок обращается на предмет залога — складские свидетельства.

*Двойные складские свидетельства* включают две части: 1) варрант (залоговая часть), который можно передавать, отдавать в залог; 2) складская (товарораспорядительная) часть. Варрант дает право распоряжаться предметом залога, удостоверяет права залога. Залог товара, помещенного на хранение под двойное складское свидетельство, осуществляется на основании договора залога. При этом залоговая часть (варрант) отделяется от складского свидетельства и вручается залогодержателю. В случае осуществления залоговых прав взыскание будет обращено на находящийся на складе товар. Варрант как самостоятельная ценная бумага, существующая отдельно от двойного складского свидетельства, продаваться не может.

Складская (товарораспорядительная) часть остается у заемщика, который может распорядиться предметом залога. Для ограничения этого права складская часть помещается на депозит нотариата или хранится в индивидуальном банковском сейфе. Ответственность за сохранность предмета залога несет не залогодатель, а товарный склад и страховая компания. Товарный склад не вправе выдать то-

вар держателю складской части, если не будет погашен кредит, обеспеченный залогом данного товара.

### **Контрольные вопросы**

1. Как федеральные законы “Об акционерном обществе” и “О рынке ценных бумаг” трактуют основные свойства, виды и качества ценных бумаг?

2. Какую роль на рынке ценных бумаг играют депозитарии и регистраторы? Каковы их задачи и функции?

3. Что такое еврооблигации (евробонды)? Каковы их значение и характеристики?

4. Что сказано в Законе “Об ипотеке (залоге недвижимости)” о роли залладных?

5. Каковы особенности дробления и консолидации ценных бумаг?

6. Каковы основные процедуры регистрации и перерегистрации ценных бумаг?

7. Каковы задачи и функции инвестиционных консультантов на рынке ценных бумаг?

### **Проверочные задания**

1. Вычеркните ненужное.

*Основными участниками рынка ценных бумаг являются сельпо, правительство, администрация области, акционерное общество, Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг, ПАРТАД, фонд “Фора”, Мингосимущество, Федеральный фонд государственного имущества, Государственная Дума, Сбербанк, акционер Ивантеев Т.П.*

2. Закончите предложение.

*Опцион отличается от фьючерса...*

3. Вставьте нужные слова в предложения.

а) *К государственным ценным бумагам относятся...*

б) *Корпоративными ценными бумагами являются... (Слова для вставки: казначейское обязательство, акция, государственная краткосрочная облигация, облигация жилищного займа, продовольственный сертификат, облигация акционерного общества.)*

4. Вместо пропуска вставьте нужные слова.

*Операция по обмену ценных бумаг называется... (Слова для вставки: клиринг, траст, залог, конвертация, депозитарий.)*

5. Выберите правильное определение.

а) *Консалтинг — это определенные действия участника рынка ценных бумаг по контролю за правильностью осуществления фондовых операций.*

б) *Консалтинг — это консультационные услуги, оказываемые специалистами участникам рынка ценных бумаг.*

в) *Консалтинг — это вид профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.*

## Тема 3

# МЕХАНИЗМ БИРЖЕВЫХ ОПЕРАЦИЙ

---

### План занятия:

1. Понятие механизма биржевых операций. Характеристика их основных видов.
2. Фондовая биржа, ее структура, задачи и функции. Механизм создания и управления биржей.
3. Брокеры, специалисты и другие участники биржевой торговли.
4. Биржевые сделки, их виды и характеристика.
5. Организация биржевой торговли ценными бумагами.

### **3.1. Понятие механизма биржевых операций. Характеристика их основных видов**

*Механизм биржевых операций* — это определенные регламентированные действия по совершению данных операций. Этот механизм предполагает наличие субъектов (участники биржевых торгов) и объектов биржевых операций (ценные бумаги) и непосредственно процесс осуществления биржевой деятельности. Задачами биржевой торговли являются:

- организация свободного процесса товарного обращения;
- развитие конкуренции;
- обеспечение сбалансированности спроса и предложения.

Биржи не только организуют торговлю, но и обслуживают участников торгов, оказывая информационные, консалтинговые и иные услуги. Концентрация оборота ценных бумаг на фондовых биржах у профессиональных посредников позволяет инвестору облегчить процедуру осуществления инвестиций. Биржи классифицируются на основе следующих критериев:

- ♦ вид и номенклатура биржевого товара;
- ♦ принцип организации;
- ♦ правовое положение;
- ♦ отраслевая и территориальная специализация;
- ♦ тип и объем торгов;
- ♦ форма участия посетителей в торгах;
- ♦ место и роль в биржевой иерархии;
- ♦ характер деятельности;
- ♦ преобладающий вид биржевых сделок.

К биржевым товарам принято относить стандартизированные товары массового производства, обладающие качественной однородностью, сопоставимостью базисных характеристик и взаимозаменяемостью партий. На биржах торгуют не только товарами, но и контрактами. Являясь механизмом, выявляющим реальное соотношение спроса и предложения, биржа может определять подлинную стоимость товара. В современной биржевой торговле значительное место занимают первичные сырьевые товары, такие, как зерновые и технические сельскохозяйственные культуры, нефтепродукты, лес, уголь, металлы. Биржевые цены на эти товары чутко реагируют на конъюнктуру рынка.

**Биржевые операции** — это операции, совершаемые на бирже с ценными бумагами или иными финансовыми активами, товарами. К биржевым операциям относятся: 1) купля; 2) продажа; 3) листинг; 4) делистинг; 5) заключение опционных, форвардных и фьючерсных контрактов; 6) котировка; 7) залог; 8) расчет; 9) клиринг; 10) консалтинг; 11) хранение; 12) поставка ценных бумаг.

**Листинг** — это зачисление ценных бумаг в котировальный список биржи, т.е. допущение их к торгам. Листинг является важнейшей процедурой биржевой торговли. Многие компании стремятся включить эмитированные ценные бумаги в биржевые списки фондовых активов. Prestиж списочных ценных бумаг выше, что усиливает интерес к ним со стороны инвесторов. Регулярность публикации биржевой отчетности в массовой и деловой прессе позволяет лучше информировать владельцев ценных бумаг об изменении цен и доходности акций, привлекает новых покупателей, повышает ликвидность списочных бумаг. Выгоды официального признания ценных бумаг компенсируют издержки, связанные с выплатой регистрационного и периодических сборов (по поддержанию в должном состоянии списка ценных бумаг), а также необходимостью публичного раскрытия информации о состоянии фирмы. Каждая биржа имеет строгие правила допуска ценных бумаг к торгам и предоставляет гарантии клиентам. В качестве критериев отбора бумаг могут выступать объем чистого дохода, стоимость активов и размер выпуска ценных бумаг.

Крупнейшая фондовая биржа мира — Нью-Йоркская — предъявляет следующие минимальные требования к компаниям-эмитентам: общее количество держателей акций — 2200, в том числе держателей 100 и более акций — 2000; стоимость активов — 18 млн. долл.; компания должна быть прибыльной в течение трех последних лет; объем балансовой прибыли за последний год должен составлять 2 млн. долл.; количество выпущенных акций — 1100 тыс.; за последние полгода должно быть продано 100 тыс. акций. Эта биржа работает с ценными бума-

гами только крупных и финансово надежных эмитентов. Активы корпораций, зарегистрированных на Нью-Йоркской фондовой бирже, составляют более 80% всего обращаемого в США капитала.

Помимо минимальных учитываются и другие показатели — параметры функционирования эмитентов. Анализируются степень государственного участия в компании, характер рынка продукции, относительная стабильность и положение в отрасли, перспективы развития отрасли и компании. Нью-Йоркская фондовая биржа поощряет развитие новых мелких и средних предприятий. Поскольку для таких компаний постоянный рост важнее сиюминутной прибыли, биржа снизила требования по прибыльности развивающихся фирм. Включение в списки Нью-Йоркской фондовой биржи во всем мире считается признанием того факта, что корпорация достигла зрелости и статуса передовой в своей отрасли.

Требования российских бирж умереннее, поскольку в условиях нестабильной экономики трудно жестко выдерживать критерии отбора и установить их границы. Отечественные биржи, как правило, ограничиваются требованиями к минимальному размеру активов и количеству эмитированных ценных бумаг. Претендент на включение в котировальный список биржи должен представить проспект эмиссии, финансовую отчетность, указать размер объявленных и выплаченных дивидендов.

Например, допуск фондовых инструментов к торгам на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ) регламентируется “Временным положением о листинге ценных бумаг на ММВБ”, которое устанавливает правила допуска ценных бумаг к торговле (листинг) и исключения из торговли (делистинг), а также регламентирует взаимоотношения биржи с эмитентами ценных бумаг. Учитывая, что биржа ориентируется на крупных и надежных эмитентов, листинг предусматривает достаточно жесткие требования к параметрам акций и облигаций, допускаемым к торгам, и вместе с тем учитывает специфику российского фондового рынка. В частности, листинг ММВБ содержит минимальные требования к эмитенту: срок деятельности на рынке ценных бумаг — не менее 3 лет; размер уставного капитала — не менее 2 млн. долл. в рублевом эквиваленте, количество акций и облигаций данного вида — не менее 100 тыс. на сумму не менее 3 млн. долл.

Государственные ценные бумаги допускаются к биржевым торгам на основании официальных условий их выпуска. Биржевой совет при допуске ценных бумаг к торгам учитывает также репутацию эмитента, его финансовое состояние и платежеспособность, интерес потенциальных инвесторов к ценным бумагам эмитента. Допуск к торгам по корпоративным ценным бумагам осуществляется на основании “Правил членства в Фондовом отделе (Секции фондового рынка) ММВБ” В соответствии с этим документом для принятия в члены секции фондового рынка организация должна удовлетворять следующим требованиям:



- иметь лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг, а для кредитных организаций — также лицензию на совершение банковских операций;
- иметь собственные средства в размере не менее 0,2 млн. ЭКЮ (или в пересчете в евро на дату вступления), а для кредитной организации — не менее 3 млн. ЭКЮ;
- соблюдать все обязательные нормативы Центрального банка РФ (для кредитной организации);
- иметь безубыточный баланс;
- представить рекомендацию двух членов секции, один из которых является акционером биржи;
- уплатить вступительный взнос в размере 10 тыс. долл. (этот взнос введен с 1997 г.).

Для ведущих брокерских компаний, которые также представлены на рынке ММВБ, установлены менее жесткие требования по капиталу при приеме в члены секции.

Ценные бумаги, допущенные к биржевым торгам, котируются. Котировать означает “нумеровать” или “выставлять цены”. На бирже *котировка* — это механизм выявления цены в процессе биржевых торгов в течение каждого дня работы биржи и публикация цен в биржевом бюллетене (*котировальном листе*). Котировка — это объявление цены продавца и покупателя на ценную бумагу определенного наименования.

Как в зарубежной, так и в отечественной практике не все ценные бумаги, допущенные к торгам, котируются. Требования допуска к котировке более жесткие, в результате некоторые списочные ценные бумаги образуют “зону ожидания”, а большая их часть включается в котировальный лист. В котировальном листе указываются: наименование эмитента; номинал бумаги; цены покупателя, продавца и закрытия; объем продаж; дата последней сделки; дивиденд; изменение цены сделки в абсолютном и относительном выражении. Данные приводятся на основании последней сделки, зарегистрированной на бирже. Хотя биржа и не несет материальной ответственности перед своими членами за банкротство какого-либо эмитента, в силу необходимости поддержания престижа биржи акции, включенные в котировальные списки, достаточно надежны.

Биржевая котировка — это фиксация контрактных цен и выведение средней цены по биржевым сделкам за определенный период (обычно за биржевой день). Она объявляется ежедневно и является ориентиром при заключении контрактов, а также значительно влияет на рыночную конъюнктуру. Существуют различные методологические подходы к котировке ценных бумаг. Среди них можно выделить метод единого курса, основанный на единой, типичной

цене. Второй подход — это регистрационный метод, базирующийся на регистрации цен фактических сделок. Третий подход основан на методе фондовой котировки, применяемом на немецких биржах, когда во внимание принимаются только сделки, заключенные при посредстве биржевых маклеров.

Биржевые операции имеют отличительные особенности:

- ♦ осуществляются на специальных торговых площадках;
- ♦ ведутся по биржевым товарам, партиям, лотам;
- ♦ в отсутствие товаров осуществляются по их описанию;
- ♦ проводятся регулярно;
- ♦ отличаются гласностью;
- ♦ характеризуются свободным ценообразованием;
- ♦ прямо не регулируются государством;
- ♦ ведутся посредниками;
- ♦ подчиняются единым правилам по совершению сделок, которые отражены в действующих законах и уставе биржи;
- ♦ совершаются с учетом качества ценных бумаг;
- ♦ имеют специализацию.

В России биржевые операции регулируются Комиссией по биржевой деятельности при Министерстве по антимонопольной политике и поддержке предпринимательства, а фондовые биржевые операции — ФКЦБ.

### **3.2. Фондовая биржа, ее структура, задачи и функции. Механизм создания и управления биржей**

*Фондовая биржа — это организатор торговли на рынке ценных бумаг. Она является некоммерческой организацией (некоммерческим партнерством), равноправными членами которой могут быть только профессиональные участники рынка ценных бумаг.* К задачам фондовой биржи относятся:

- мобилизация финансовых ресурсов;
- обеспечение ликвидности финансовых вложений;
- регулирование рынка ценных бумаг.

Функциями фондовых бирж являются:

- ♦ организация биржевых торгов;
- ♦ подготовка и реализация биржевых контрактов;
- ♦ котировка биржевых цен;
- ♦ информационное обеспечение;
- ♦ гарантированное исполнение биржевых сделок.

Принципами биржевой работы выступают: 1) личное доверие между брокером и клиентом; 2) гласность; 3) регулярность; 4) регулирование деятельности на основе жестких правил.

Структурными подразделениями биржи являются:

- котировальная (котировочная) комиссия;
- расчетная палата (отдел);
- регистрационная комиссия;
- клиринговая комиссия;
- информационно-аналитическая служба;
- отдел внешних связей;
- отдел консалтинга;
- отдел технического обеспечения;
- административно-хозяйственный отдел;
- арбитражная комиссия;
- комитет по правилам биржевых торгов.

Членами биржи могут быть представители брокерских фирм, дилеров, банков и ассоциаций. Члены биржи должны уплатить взнос в соответствии с ее уставом и могут иметь на бирже нескольких представителей. Члены биржи делятся на две категории: 1) совершающие сделки за свой счет и за счет клиента; 2) заключающие сделки только за свой счет. Члены биржи обязаны принимать участие в общем собрании учредителей, уплачивать взносы и соблюдать устав биржи.

Управление биржей осуществляет общее собрание, совет биржи и совет директоров. Высший орган биржи — общее собрание. Совет биржи является общим координационным центром. Его обычно возглавляет президент биржи. Совет директоров — это исполнительный орган биржи. Общее собрание избирает ревизионную комиссию биржи. Оно определяет специализацию биржи или ее универсальный характер. Каждая биржа самостоятельно осуществляет подбор ценных бумаг, составляет биржевые правила, набирает специалистов, а также устанавливает механизм биржевых торгов.

Основными статьями дохода биржи являются:

- ♦ комиссионное вознаграждение, взимаемое с участников биржевых торгов, за каждый заказ, исполненный в биржевом зале;
- ♦ плата за листинг (включение товаров, ценных бумаг в биржевой список);
- ♦ вступительные, ежегодные и целевые взносы членов биржи;
- ♦ взносы на покрытие текущих убытков или на создание необходимых резервов.

Биржевое ценообразование базируется на оперативном учете основных свойств биржевого товара, конъюнктуры рынка, объема аналогичного товара и зависит от большого количества факторов. Ценообразование на бирже характеризуется рядом определенных понятий.

Под *базисной ценой* подразумевается цена биржевого товара стандартного качества со строго определенными свойствами.

*Типичная (справочная) цена* отражает стоимость единицы товара при типичных объемах продаж и условиях реализации.

*Контрактная цена* — это фактическая цена биржевой сделки.

*Цена спроса* — цена товара, предлагаемая покупателем.

*Цена предложения* — цена товара, предлагаемая продавцом.

*Спрэд* — это разрыв между минимальной и максимальной ценой.

*Маржа* — страховочный платеж, вносимый клиентом биржи за купленный или проданный контракт или сумма фиксированного вознаграждения посреднику в биржевых торгах.

Авторитет биржи зависит от объема сделок, которые заключаются в ее системе. В свою очередь, объем сделок зависит от количества торгуемых на бирже ценных бумаг. Эти два показателя — объем и количество торгуемых бумаг — являются своеобразными индикаторами, ориентирующими инвестора при выборе торговой площадки.

В качестве примера рассмотрим процесс организации Московской фондовой биржи (МФБ). В июне 1997 г. состоялось ее официальное открытие. В июле 1997 г. было зарегистрировано около 200 членов биржи, в том числе многие крупные российские банки и зарубежные инвесторы. Взнос ассоциированных членов биржи составлял 50 млн. (неденоминированных) руб., корпоративных — 350 млн. руб., коллективных — 500 млн. руб. Депозитарное обслуживание осуществляет Депозитарно-расчетный союз. В операционном зале имеется 100 автоматизированных рабочих мест для брокеров, 25 — для маркет-мейкеров. Предусмотрена возможность работы с удаленных терминалов.

МФБ является одним из лидеров рынка по размещению облигаций московского муниципального займа. Большое внимание уделяется операциям с корпоративными ценными бумагами, в частности организации торговли акциями РАО “Газпром”. Согласно уставу, МФБ не ставит своей целью извлечение прибыли и распределение ее среди учредителей и членов биржи, а направляет прибыль исключительно для достижения уставных целей. В качестве основной цели рассматривается создание и развитие организованного рынка ценных бумаг через единую систему организации торгов.

Биржи могут входить в региональные, национальные и международные ассоциации, союзы. Принятая в 1997 г. в Ассоциацию фьючерсной торговли США (АФИ) Московская центральная фондовая биржа (МЦФБ) автоматически получила доступ к информационным ресурсам американского рынка. Служащие МЦФБ получили возможность войти в различные подразделения ассоциации, а также регулярно получать информацию о текущем состоянии биржевого рынка.

Фондовые биржи могут быть универсальными или специализированными. Специализированные фондовые биржи характеризуются тем, что в структуре их торгового оборота преобладают ценные бумаги одного вида. Например, Российская биржа в Москве и биржа “Санкт-Петербург” являются одними из крупнейших фьючерсных площадок страны. Здесь происходят торги фьючерсными контрактами на такие базовые активы, как валюта, акции, государственные ценные бумаги, товары. Многие фондовые биржи являются универсальными, так как торгуют различными ценными бумагами. В России достаточно активно работают Московская межбанковская валютная биржа, Московская фондовая биржа, Санкт-Петербургская фондовая биржа, фондовая биржа “Санкт-Петербург”.

### **3.3. Брокеры, специалисты и другие участники биржевой торговли**

Основными участниками биржевых торгов являются:

- *дилеры*, которые самостоятельно торгуют на свой страх и риск, используя собственные деньги;
- *брокеры*, которые торгуют по поручению клиентов за комиссионное вознаграждение;
- *специалисты*, которые занимаются анализом и проводят консультации;
- *маклеры*, которые играют на рынке (спекуляцией на бирже могут заниматься и дилеры, и брокеры);
- *организаторы торгов*, которые обеспечивают осуществление биржевого процесса;
- *руководители биржи*, которые отвечают за соблюдение действующего законодательства и правил работы биржи;
- *сотрудники аппарата биржи*, которые технически сопровождают биржевую деятельность.

Одним из главных участников биржевых торгов является брокерская контора или брокер. Брокерская деятельность регулируется Федеральным законом “О рынке ценных бумаг”. Она предполагает совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами в качестве поверенного или комиссионера, действующего на основании договора поручения (комиссии) или доверенности. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, занимающийся брокерской деятельностью, именуется *брокером*. Особенностью брокерской деятельности является ее посреднический характер.

Брокеры являются членами фондовой биржи или их представителями. В их обязанности входит исполнение поручений клиентов-инвесторов по совершению биржевых сделок путем нахождения

контрагентов, защите интересов своих клиентов, осуществлению всех процедур по регистрации и оформлению сделок. Как правило, брокер выполняет определенные приказы клиента. Такими приказами могут быть, например, “купить по минимальному курсу, продать по максимальному курсу” или “купить по любому курсу”. Различают лимитные и рыночные приказы. Лимитный приказ определяет конкретную цену покупки или продажи, которую должен обеспечить брокер. Рыночный приказ позволяет брокеру самостоятельно выбирать наилучшую возможную цену. Стоп-приказ фиксирует, уточняет цену, по которой сделка может состояться.

Если брокер выступает как комиссионер, по договору комиссии он может хранить денежные средства, предназначенные для инвестирования в ценные бумаги или полученные в результате продажи ценных бумаг. Эти денежные средства хранятся на забалансовых счетах. Права и возможности использования их брокером до момента возврата клиенту должны оговариваться отдельно в договоре комиссии. В случае использования указанных средств брокер не вправе гарантировать или давать обещания клиенту в отношении доходов от инвестирования хранимых им денежных средств. Часть прибыли, полученной от использования средств клиента и остающейся в распоряжении брокера, в соответствии с договором перечисляется клиенту.

Кроме операций с ценными бумагами *брокерские конторы* оказывают информационные и консалтинговые услуги. Они могут предоставлять информацию о конъюнктуре рынка ценных бумаг, спросе и предложении их отдельных видов, проводить консультации по отдельным фондовым операциям, а также по заключению договоров и соглашений. Брокерская контора может иметь различную организационно-правовую форму. Брокер может работать как индивидуальный предприниматель без образования юридического лица. Брокерские конторы могут иметь различную структуру. Обычно в составе брокерской конторы работают брокеры, специалисты-аналитики, юристы, бухгалтеры, менеджеры по заключению договоров, операторы ЭВМ, технический персонал.

Брокерские услуги оплачиваются в виде вознаграждения брокера, начисляемого в фиксированной сумме или в процентах к сумме сделки. В отдельных случаях предусматриваются премии. Зачастую оплата брокерских услуг осуществляется по договорам. Сделки, совершаемые по поручению клиентов, во всех случаях подлежат приоритетному исполнению. Брокер должен выполнять поручения клиентов добросовестно и, как правило, в порядке их поступления. Если брокер не уверен, что клиент может оплатить сделку, он должен отказаться от приема поручений на покупку. При отсутствии гарантии того, что клиент имеет ценные бумаги и сможет их пред-

ставить в течение пяти рабочих дней с момента передачи поручения, брокер не может согласиться на сделку.

Сразу по совершении сделки или по истечении срока действия поручения брокер должен сообщить клиенту о факте заключения или незаключения сделки и ее результатах. При получении от клиента доверенности на совершение серии операций с ценными бумагами или на управление активами клиента брокер должен действовать строго в рамках полномочий, оговоренных в доверенности. Период между датой заключения сделки и оплатой ценной бумаги не может превышать 90 дней. До исполнения договора клиент имеет право в одностороннем порядке прекратить его действие. Исполнением договора считается передача клиенту официального извещения брокера о заключении сделки.

Если для покупки ценных бумаг привлекаются заемные средства, клиент обязан уведомить об этом финансового посредника. Доля заемных средств не может превышать 50% общей стоимости приобретаемых ценных бумаг. Кредит на покупку может быть предоставлен как профессиональным участником рынка ценных бумаг, если он имеет право на проведение банковских операций, так и банком. До полного погашения кредита посредник не может передавать клиенту ценные бумаги.

По поведению участников биржевой торговли их разделяют на “медведей”, играющих на понижение, и на “быков”, играющих на повышение курсовой стоимости биржевого товара.

### **3.4. Биржевые сделки, их виды и характеристика**

*Биржевые сделки* — это взаимосогласованные действия участников торгов, направленные на установление, прекращение или изменение их прав и обязанностей в отношении биржевых товаров, совершаемые в помещении биржи в установленные часы ее работы. Эти сделки заключаются на товары и фондовые активы, допущенные к котировке и обращению на бирже. Различают правовую, экономическую, организационную и этическую сторону биржевых сделок. Сформировались четыре их основных типа: 1) сделки с предъявлением товара (товарных образцов); 2) индивидуальные форвардные сделки; 3) фьючерсные стандартные (срочные) сделки; 4) опционные сделки.

Регламент заключения сделки определяется биржей. К общим требованиям регламента биржевых сделок относится требование заключения сделок в письменной форме. В типовом *договоре купли-продажи* указывается дата поставки, количество, показатели качества, тип и вид биржевого товара, время, размер и форма платежа, условия поставки и ответственность сторон. По *фьючерсному кон-*

*тракту* лицо, заключающее его, берет на себя обязательство по истечении определенного срока продать контрагенту (или купить у него) определенное количество биржевого товара по обусловленной базисной цене. Опционным контрактом предусматривается, что одна сторона выписывает, или продает опцион, а другая — покупает его и получает право в течение оговоренного срока либо купить по фиксированной цене определенное количество товара (ценных бумаг) (о п ц и о н н а п о к у п к у), либо продать его (о п ц и о н н а п р о д а ж у). *Форвардные контракты* отличаются индивидуальными обязательствами поставки товара в будущем.

В заявке на биржевую операцию должно быть указано:

- точное наименование товара (ценной бумаги);
- род сделки (купля, продажа);
- количество предлагаемых к сделке ценных бумаг;
- цена, по которой должна быть проведена сделка;
- срок сделки (на сегодня, до конца недели или месяца);
- вид сделки.

Различают кассовые и срочные сделки. *Кассовые сделки* — это сделки немедленного исполнения. Они могут быть простыми или сделками с маржей. В мировой практике кассовой считается сделка, расчет по которой производится в день заключения контракта, обычной — сделка с расчетом на пятый рабочий день, не считая дня заключения контракта. Если партия состоит не менее чем из 100 акций, то расчет производится на 14-й день. На российском фондовом рынке кассовой считается сделка, расчет по которой производится в день ее заключения или в двухдневный срок. По обычной сделке, как отмечалось выше, расчеты производятся не позднее 90 дней со дня заключения договора.

*Срочные сделки* — это сделки, которые имеют фиксированные сроки расчета, заключения и установления цены. Срочные сделки подразделяются по следующим признакам:

- ♦ по сроку расчета — на конец или середину месяца, через фиксированное число дней после заключения сделки;
- ♦ по моменту установления цены — на день реализации, на конкретную дату, по текущей рыночной цене;
- ♦ по механизму заключения — простые или твердые, условные (фьючерсные, опционные), пролонгационные (с продлением срока действия).

К срочным относят кратные сделки, сделки стеллаж и репорт. *Кратные сделки* — это сделки с премией, при которых плательщик премии имеет право требовать от своего контрагента передачи ему, например, ценных бумаг в количестве, в 5 раз превышающем установленное при заключении сделки, и по курсу, зафиксированному при заключении сделки. При сделке *с т е л л а ж* пла-



тельщик премии приобретает право определять свое положение в сделке, т.е. при наступлении срока ее совершения объявить себя либо покупателем, либо продавцом. Он обязан купить по высшему курсу или продать по низшему курсу, зафиксированному в момент заключения сделки.

Сделки репорт являются разновидностью пролонгационных сделок. К таким сделкам относятся, например, сделки по продаже ценных бумаг промежуточному владельцу на заранее указанный в договоре срок по цене ниже цены ее обратного выкупа. По сделке с опционом продавца расчет производится на момент окончания срока действия опциона, который может составлять от шести до 60 рабочих дней. Если срок расчетов приходится на нерабочий день, то они должны быть произведены в первый следующий рабочий день, если в контракте не оговорено иное.

Наряду с биржевыми сделками, рассмотренными выше, на фондовых биржах осуществляются и *спекулятивные сделки*. Некоторые специалисты считают, что спекулятивные сделки — это полезные биржевые операции, которые способствуют выравниванию и стабилизации цен, препятствуют их колебаниям. Одной из наиболее известных спекулятивных сделок является *шорт-сделка*. Она заключается в следующем. Инвестор, предвидя падение курса ценных бумаг, поручает брокеру занять их у третьего лица и продать по текущей цене. При действительном падении цены инвестор дает поручение брокеру купить эти ценные бумаги и вернуть их третьему лицу. В результате инвестор получает прибыль, равную разнице в ценах за вычетом оплаты услуг брокера.

Сделки купли-продажи совершаются в письменной форме путем подписания сторонами договора или иным способом (обмен письмами, телеграммами, факсимильными сообщениями), позволяющим документально зафиксировать состоявшуюся сделку. Профессиональные участники рынка ценных бумаг (инвестиционные институты), осуществляющие фондовые операции от своего имени и за свой счет, обязаны до совершения сделки публично объявить твердые цены покупки и продажи и проводить сделку по объявленной цене.

Биржевые сделки с ценными бумагами подлежат регистрации. К регистрации принимаются сделки только с теми бумагами, которые прошли государственную регистрацию. Регистрация производится на основании договора или иного документа, подтверждающего совершение сделки в специальных учетных регистрах. На договоре регистрирующий орган делает отметку о дате и месте регистрации, указывает порядковый регистрационный номер. Отметка о регистрации заверяется подписью регистратора и печатью регистрирующего органа. Новый владелец ценной бумаги или его пред-

ставитель после регистрации сделки обязан сообщить эмитенту о факте совершения сделки и своих правах на владение ценной бумагой в срок не позднее чем за 30 дней до официального объявления выплаты дохода по ней. Если новый владелец бумаги или его представитель своевременно не известил о своих правах, эмитент не несет ответственности по выплате доходов по ценной бумаге.

Основное содержание биржевой сделки составляют объект, объем, цена, срок исполнения и срок расчета. Цена при заключении биржевых сделок играет во многих случаях главную роль. Биржи работают над совершенствованием организации биржевых сделок.

Например, на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ) параллельно с основным механизмом торгов можно воспользоваться механизмом регистрации внесистемных сделок. Участник торгов приходит к соглашению со своим контрагентом (по телефону, в Российской торговой системе — РТС или в любой другой торговой системе) и в течение биржевого торгового дня подает в стандартной форме отчет о сделке. Если данный отчет совпадает с отчетом контрагента, сделка регистрируется как внесистемная и включается в общий клиринг. При этом ММВБ обеспечивает тот же набор услуг и гарантий по исполнению сделок, что и в основном режиме торгов. Эти механизмы содействуют стабилизации рынка и поддержанию ликвидности, что является характерным подходом для многих мировых фондовых бирж. В дальнейшем ММВБ предполагает принять ряд дополнительных мер по повышению ликвидности рынка, включая возможность управления дежными позициями на биржевых секторах государственных и корпоративных ценных бумаг в рамках единого расчета, установление лимитов нетто-операций каждого участника для отмены предоплаты, а также создания резервных и гарантийных фондов за счет средств биржи и участников рынка.

Для организации и исполнения сделок, заключенных на ММВБ, была разработана система расчетов, которая в значительной мере отвечает мировым стандартам и при этом учитывает современные условия российского рынка ценных бумаг. В основу данной системы положен принцип *“полной предоплаты”*, действующий на рынке государственных ценных бумаг. Денежные расчеты проводит специализированная кредитная организация — расчетная палата ММВБ, имеющая лицензию Центрального банка РФ на осуществление расчетов. Каждый участник торгов на ММВБ имеет счет в расчетной палате, которая на основании распоряжений биржи совершает платежи со счетов покупателей на счета продавцов. Поставку ценных бумаг производит уполномоченный депозитарий, имеющий лицензию ФКЦБ России на все виды депозитарной деятельности. Депозитарий осуществляет хранение и учет ценных бумаг, а также на основании распоряжений ММВБ производит переводы ценных бумаг со счетов продавцов на счета покупателей.

При завершении расчетов ММВБ следит за тем, чтобы продавец и покупатель получили денежные средства и ценные бумаги на свои счета одновременно, т.е. чтобы был соблюден принцип “поставка против платежа”. Этот принцип предполагает, что продавец не получит денег за проданные бумаги до тех пор, пока покупатель не получит приобретенные им ценные бумаги, и наоборот. ММВБ контролирует соблюдение принципа “поставка против платежа” с помощью механизма блокировки денежных средств и ценных бумаг. Это означает, что покупатель не может воспользоваться купленными ценными бумагами до тех пор, пока не произведет оплату, а продавец не получит оплату, пока не поставит ценные бумаги.

### **3.5. Организация биржевой торговли ценными бумагами**

Биржевой процесс характеризуется рядом этапов. Для покупателя обычно выделяют такие этапы: 1) оформление и регистрация заявок на покупку; 2) введение заявок в биржевой торг и их исполнение; 3) регистрация сделок и расчеты по ним. Для продавца в качестве этапов рассматриваются: 1) листинг; 2) оформление и регистрация заявок на продажу; 3) введение заявок в биржевой торг и их исполнение; 4) регистрация сделок и расчеты по ним; 5) поставка ценных бумаг.

Биржевые торги могут быть организованы в различных формах. По форме проведения различают постоянные и сессионные, контактные и бесконтактные (электронные) биржевые торги. При осуществлении *контактных биржевых сделок* в торговом зале биржи действуют определенные правила. Цена назначается путем ее выкрика. При покупке нельзя называть цену ниже уже предложенной, а при продаже — выше предложенной. Выкрик дублируется с помощью специальной системы жестов. Вытянутая вперед рука с ладонью, обращенной к торговцу, означает желание купить. Такой же жест с ладонью, обращенной наружу, свидетельствует о намерении продать. Пальцы на поднятых вверх руках означают цену. Цифры от одного до пяти обозначаются с помощью пальцев, вытянутых вертикально, от шести до девяти — горизонтально. Сжатый кулак означает нуль.

*Электронные торги* с использованием специальных компьютерных систем (сетей) могут охватывать любую территорию, неограниченное число продавцов и покупателей и включать в обращение большой объем информации. Очень часто электронные торги осуществляются с центральной биржевой площадки через сеть региональных терминалов, работающих в режиме реального времени (online). Первые электронные торги проведены на Лондонской фондо-

вой бирже в 1986 г. В настоящее время электронные торги являются неотъемлемой составляющей большинства бирж.

С 1997 г. Санкт-Петербургская фондовая биржа (СПФБ) начала электронные торги корпоративными ценными бумагами. В торгах участвуют биржевые дилеры и дилеры по муниципальным облигациям правительства Санкт-Петербурга. Участники торгов имеют возможность выставлять заявки, совершать сделки в режиме реального времени. Информация о котировках и сделках в системе торгов СПФБ представлена в биржевой информационной системе и транслируется в сеть Internet.

По форме организации различают простой и двойной биржевые аукционы. *Простой аукцион* предполагает конкуренцию продавцов при недостаточном платежеспособном спросе или конкуренцию покупателей при избыточном спросе. *Английский аукцион* идет “по шагам” от минимальной цены до максимальной. Заявки продавцов, поданные до начала торгов, по начальной цене сводятся в котировочный бюллетень. Размер (величина) шага определяется до начала торгов и обычно устанавливается в процентах (5 или 10%) к начальной цене. Продажа совершается по самой высокой цене, предложенной последним покупателем. Обычно такие аукционы устраиваются в случае выставления на продажу товара, пользующегося высоким спросом. *Голландский аукцион* организован по принципу “первого покупателя” — от высшей цены к низшей. Продажа осуществляется по минимальной цене или “цене отсечения”. Например, такой аукцион проводят, когда хотят как можно быстрее разместить выпуск ценных бумаг. *Заочный аукцион* (“в темную”) осуществляется следующим образом: покупатели одновременно предлагают свои ставки. Приобретает товар тот покупатель, который предложил в своей письменной заявке самую высокую цену. Такие аукционы проводились при денежной приватизации и акционировании предприятий в России в 1990-е годы.

*Двойной аукцион* основан на одновременной конкуренции продавца и покупателя. *Непрерывный аукцион* основан на записи устных заявок в книгу заказов или их фиксации на электронном табло в торговом зале биржи. Этот аукцион может проходить и непосредственно на биржевой площадке, “в толпе”. Купля-продажа совершается по наивысшей цене при покупке и минимальной цене при продаже. Такими были аукционы в процессе чековой приватизации в России. *Онкольный аукцион* характерен для неликвидного рынка, на котором сделки заключаются редко, имеется большой разрыв между ценой покупателя и ценой продавца. Этот аукцион также называют *залповым*, так как все сделки совершаются одно-

временно в момент достижения примерного баланса спроса и предложения.

По форме осуществления можно выделить агентскую биржевую торговлю по доверенности (брокераж, маклерство) и самостоятельные биржевые операции (дилерство), а также комплексное обслуживание покупателей и продавцов.

Комплексное обслуживание можно рассмотреть на примере Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ). Биржа организовала комплексную систему торгового, депозитарного и расчетно-клирингового обслуживания участников рынка. Главной особенностью ММВБ, ее отличием от существующих в России других торговых площадок является предоставление участникам полного цикла услуг — от заключения сделки до ее исполнения. Биржа совместно с расчетной палатой и уполномоченным депозитарием обеспечивает денежные расчеты и расчеты по ценным бумагам. ММВБ и ее партнеры гарантируют исполнение сделок, перерегистрацию ценных бумаг, осуществление расчетов, страхование от всевозможных рыночных и кредитных рисков. Эффективность расчетов обуславливается использованием механизма многостороннего клиринга.

Механизм торгов на ММВБ основан на подходе, получившем в мире название *“аукцион встречных заявок” (order driven market)*, когда сделка заключается при пересечении условий заявок. Данный механизм доказал свою эффективность на рынке государственных ценных бумаг, не требует серьезных изменений в техническом обеспечении торговли. В то же время в предлагаемой модели торговли заложены и некоторые отличия от традиционной схемы. В частности, введен институт официальных *маркет-мейкеров*, которые обязаны постоянно поддерживать двусторонние котировки, пользуясь преимущественным правом формирования книги заявок. Все остальные участники могут заключать сделки только по их котировкам.

Развитие биржевой торговли возможно на основе использования нетрадиционных форм и методов. Например, система терминалов самообслуживания способна заменить фондовые магазины, выступая посредником между частным инвестором и фондовой биржей. Новейшие банкоматы позволяют получать информацию об общем состоянии рынка, котировках тех или иных ценных бумаг, а также на месте оформить сделку. Опыт западноевропейских банков, бирж и других финансовых институтов показывает, что формы взаимоотношений между ними и клиентами кардинально меняются. Необходимо вводить новые формы обслуживания клиентов (по телефону, через компьютерную сеть, при помощи банкоматов) и в России.

## Контрольные вопросы

1. Какие существуют виды заявок на совершение биржевых сделок с ценными бумагами?
2. Каковы особенности организации биржевой торговли ценными бумагами?
3. Что такое делистинг?
4. Каковы правила поведения участников биржевой торговли?
5. Как проводится котировка ценных бумаг?
6. Как производится расчет курсовой стоимости ценной бумаги?
7. Как происходит оформление и исполнение биржевой сделки с ценными бумагами?

## Проверочные задания

1. Выберите правильное определение.
  - а) Дилер — это участник биржевых торгов.
  - б) Дилер — это организатор биржевой деятельности.
  - в) Дилер — это профессиональный участник биржевых сделок, работающий самостоятельно и совершающий сделки за свой счет.
2. Вставьте в предложение нужные слова.  
*Брокеры получают оплату за услуги как... от объема продаж.* (Слова для вставки: *сумма, процент, маржа.*)
3. Закончите предложение.  
*Биржевые индексы позволяют...*

## Тема 4

# СИСТЕМА УПРАВЛЕНИЯ РЫНКОМ ЦЕННЫХ БУМАГ

---

### План занятия:

1. Понятие, цели и задачи системы управления рынком ценных бумаг.
2. Субъекты и объекты системы управления рынком ценных бумаг в России.
3. Государственное регулирование рынка ценных бумаг.
4. Саморегулирование рынка ценных бумаг.
5. Инфраструктура системы управления рынком ценных бумаг.

### 4.1. Понятие, цели и задачи системы управления рынком ценных бумаг

*Система управления рынком ценных бумаг — это совокупность конкретных способов и приемов по регулированию функционирования и развития фондового рынка.* Ключевым моментом в процессе управления любой системой является определение цели. Цель системы управления рынком ценных бумаг состоит в обеспечении устойчивости, сбалансированности и эффективности рынка.

В качестве цели регулирования рынка иногда называют защиту интересов инвесторов, но такой подход к постановке цели является односторонним. Инвестор выступает одним из элементов управляющей подсистемы, выполняя только ему присущую функцию, тесно связан с другими элементами системы управления и обладает способностью взаимодействовать и интегрироваться с ними. Направленное воздействие на один из элементов системы может привести к нарушению устойчивости системы в целом, что противоречит общему правилу менеджмента: стремиться к устойчивости системы в целом, а не тех или иных ее элементов или подсистем. С этой точки зрения именно обеспечение ликвидности и устойчивости рынка ценных бумаг затрагивает интересы всех участников рынка и государства. Защиту интересов инвесторов можно считать тактической задачей, обусловленной тем, что в настоящее время многие инвесторы находятся в более уязвимом положении по сравнению с эмитентами, регистраторами, посредниками, что связано со специфическими процессами становления рынка.

Кроме определения цели в процесс регулирования рынка входит выработка механизма регулирования, который включает рычаги управления, правовое, нормативное и информационное обеспечение. *Правовое обеспечение* — это законодательные акты, постановления, указы, циркулярные письма и другие правовые документы органов управления. *Нормативное обеспечение* — это инструкции, нормативы, нормы, методические указания и разъяснения, а также правила, утверждаемые организациями профессиональных участников рынка. *Информационное обеспечение* — это разного рода экономическая, коммерческая, финансовая и прочая информация.

Совокупность государственных и негосударственных методов регулирования составляет, в свою очередь, основу системы управления рынком ценных бумаг. Регулирование рынка ценных бумаг — это объединение в одну систему определенных методов и приемов, позволяющих упорядочить совершение фондовых операций, подчинить их определенным требованиям и правилам. Это механизм поддержания равновесия взаимных интересов всех участников рынка ценных бумаг в рамках действующего законодательства.

## **4.2. Субъекты и объекты системы управления рынком ценных бумаг в России**

Как любая система управления, система управления рынком ценных бумаг строится в соответствии с его целями, стратегией и задачами и включает две подсистемы: управляющую и управляемую, которые обслуживает организационная, функциональная и техническая инфраструктура. Первая подсистема выступает в роли субъекта, а вторая — объекта управления. *Управляющая подсистема* включает:

- государственные органы и саморегулируемые организации, осуществляющие на рынке ценных бумаг законодательную, регистрационную, лицензионную и надзорную деятельность;
- законодательную инфраструктуру (нормативно-правовые документы, действующие на рынке ценных бумаг, 90% которых — законодательные акты);
- этику фондового рынка (правила ведения бизнеса, утверждаемые саморегулируемыми организациями);
- традиции и обычаи.

Управляемая и управляющая подсистемы выполняют соответствующие функции. К функциям объекта управления относятся: организация движения финансовых ресурсов, обеспечение качества ценных бумаг, информационное обеспечение рынка. Субъект управления выполняет такие функции: координация, регулирова-



ние, прогнозирование, стимулирование, организация и контроль процессов, происходящих на рынке.

Воздействие субъекта на объект управления, т.е. сам процесс управления, может осуществляться только при условии циркулирования определенной информации между управляющей и управляемой подсистемами. Процесс управления рынком предполагает получение, передачу, переработку и использование информации. Решение этой задачи основано на применении современной вычислительной техники и технологии, развитии телекоммуникационных систем, обслуживающих локальные рынки ценных бумаг. Создание общенациональной телекоммуникационной системы, объединяющей региональные рынки, даст возможность координировать функционирование и развитие рынка ценных бумаг в целом, соблюдать единые правила проведения фондовых операций, регистрации ценных бумаг, торговли ими, составления отчетности, существенно облегчит и ускорит процесс совершения сделок.

### **4.3. Государственное регулирование рынка ценных бумаг**

Система управления рынком ценных бумаг основана на использовании государственных и негосударственных (общественных) методов регулирования. В мировой практике различают две модели регулирования рынка ценных бумаг:

1. Регулирование фондового рынка является преимущественной функцией государственных органов. Лишь небольшая часть полномочий по надзору, контролю, установлению правил государство передает объединениям профессиональных участников рынка ценных бумаг. Такая система существует во Франции.

2. При сохранении за государством основных контрольных позиций максимально возможный объем полномочий передается саморегулируемым организациям (объединениям профессиональных участников рынка ценных бумаг), значительное место в контроле занимают не жесткие предписания, а установившиеся традиции, система согласований и переговоров. Эта система сложилась в Великобритании.

Государственное регулирование рынка ценных бумаг включает в себя:

- разработку и реализацию специальных нормативно-правовых актов;
- разработку стандартов, т.е. набора обязательных требований к участникам рынка, финансовым инструментам и т.п.;
- регламентацию основных процедур и государственный контроль за соблюдением действующего законодательства со стороны участников рынка.

Задачами государственного регулирования являются:

- ♦ реализация государственной политики развития рынка ценных бумаг;
- ♦ обеспечение безопасности рынка ценных бумаг для профессиональных участников и клиентов;
- ♦ создание открытой системы информации о рынке ценных бумаг и контроль за обязательным раскрытием информации участниками рынка.

Структура государственных органов, регулирующих фондовый рынок, зависит от принятой модели рынка и степени централизации управления страной и автономии регионов. В странах с федеративным устройством часть полномочий государства на рынке ценных бумаг передана территориям. Общей тенденцией является создание самостоятельных ведомств (комиссий) по ценным бумагам, регулирующих фондовые рынки.

Российский фондовый рынок имеет смешанную модель управления, так как в качестве регулирующих инстанций выступают Центральный банк РФ и небанковские государственные органы во главе с ФКЦБ России, с одной стороны, и саморегулируемые ассоциации профессиональных участников рынка ценных бумаг (ПАРТАД, НАУФОР), с другой стороны. В России стихийно сложилась смешанная, полицентрическая модель фондового рынка, на котором одновременно и с равными правами присутствуют коммерческие банки, фондовые биржи и другие финансовые институты. Эта модель отличается от американской, где существуют серьезные ограничения по операциям с ценными бумагами (в частности, для коммерческих банков).

Опыт стран с развитым рынком ценных бумаг показывает, что государство должно осуществлять следующие функции:

- разработка концепции развития рынка, осуществление программы ее реализации, разработка соответствующих законодательных актов;
- концентрация ресурсов (государственных и частных) в первую очередь для развития инфраструктуры рынка;
- контроль за финансовой устойчивостью и безопасностью рынка (контроль за входом на рынок, регистрация ценных бумаг, надзор за финансовым состоянием инвестиционных институтов);
- установление норм функционирования рынка, контроль за их соблюдением, применение санкций за нарушение правовых норм;
- создание системы информации о состоянии рынка ценных бумаг и обеспечение ее открытости для инвесторов;
- создание системы защиты инвесторов от потерь (в том числе государственные или смешанные схемы страхования инвестиций);

- предотвращение негативного воздействия на фондовый рынок других видов государственного регулирования (денежно-кредитного, валютного, налогового);
- регулирование рынка государственных ценных бумаг, направленное на ограничение размера инвестиционных ресурсов, отвлекаемых на покрытие непроизводительных расходов государства;
- разработка и регистрация общих правил функционирования рынка ценных бумаг;
- арбитраж в спорах о выполнении зарегистрированных правил и обязательств участниками рынка ценных бумаг;
- налогообложение.

В настоящее время в России эти задачи выполняются частично. Ввиду недостаточного развития института профессиональных участников рынка ценных бумаг, отсутствия традиций и устоявшихся методов работы, основную роль в управляющей подсистеме регулирования рынка ценных бумаг играют государственные органы. Указом Президента РФ “О мерах по государственному регулированию рынка ценных бумаг в Российской Федерации” от 4 ноября 1994 г. функция главного координирующего органа передана Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ (ныне Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг — ФКЦБ России).

Государственное регулирование главным образом осуществляется на основе нормативно-правовых актов. В настоящее время их действует более 300, но этого явно недостаточно, если сравнить российскую нормативно-правовую базу с многотомными собраниями законодательных актов по ценным бумагам в странах с развитым фондовым рынком. Основополагающими документами по государственному регулированию рынка ценных бумаг являются Гражданский кодекс РФ, Федеральные законы “О рынке ценных бумаг” и “Об акционерных обществах”, Постановление ФКЦБ России “Об утверждении стандартов эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии” (сентябрь 1996 г.), Постановление ФКЦБ России “Об утверждении стандартов эмиссии акций и облигаций и их проспектов эмиссии при реорганизации коммерческих организаций” от 11 ноября 1998 г.

В связи с постоянными изменениями ситуации на фондовом рынке страны многие правовые нормы быстро устаревают. В них имеется немало противоречий, двойных толкований и “белых пятен”. Например, слабо урегулированы трастовые операции, операции, связанные с залогом ценных бумаг и ссудой ценными бумагами, отсутствует адекватное правовое толкование новых типов институциональных инвесторов, акций на предъявителя, безбумаж-

ного выпуска ценных бумаг, прав и обязанностей самоуправляемых ассоциаций участников рынка ценных бумаг. По некоторым оценкам, действующая нормативно-правовая база реально сдерживает развитие фондового рынка, непосредственно влияя на уменьшение объема инвестиций в ценные бумаги. Примерно половина нормативно-правовых актов связана с государственными ценными бумагами и приватизацией. В целом законодательство, регулирующее обращение ценных бумаг, имеет большие пробелы, не охватывает важные области фондового рынка.

На первичном рынке государственное регулирование сосредоточено на поддержании единого порядка выпуска (эмиссии) ценных бумаг в обращение посредством государственной регистрации проспектов эмиссии и путем аттестации, лицензирования деятельности профессиональных участников рынка. На вторичном рынке государственный контроль осуществляется посредством лицензирования деятельности профессиональных участников рынка и путем выдачи квалификационных аттестатов, дающих право на совершение определенных видов деятельности на рынке ценных бумаг, а также надзора за соблюдением антимонопольного законодательства. Особое место в регулировании развития рынка ценных бумаг занимает налогообложение операций (сделок) с ценными бумагами.

Выделяют следующие методы регулирования рынка ценных бумаг:

- ♦ регистрация выпусков ценных бумаг, проспектов эмиссии;
- ♦ лицензирование деятельности профессиональных участников рынка;
- ♦ аттестация специалистов инвестиционных институтов;
- ♦ страхование инвесторов;
- ♦ аудиторский и рейтинговый контроль за финансовым состоянием эмитентов;
- ♦ надзор и контроль за проведением фондовых операций;
- ♦ регистрация и надзор за деятельностью обменных и клиринговых корпораций;
- ♦ раскрытие и публикация информации в соответствии с действующим законодательством.

Федеративное устройство России предполагает двухуровневое регулирование рынка ценных бумаг: на федеральном и региональном уровнях. Если федеральная система управления фондовым рынком в целом сложилась, то система регулирования региональных рынков ценных бумаг пока еще формируется. Это связано с тем, что в целом региональные рынки характеризуются недостаточным развитием инфраструктуры и сети коммуникаций. Хотя примеры городов Москвы и Санкт-Петербурга, Нижегородской и Свердловской областей свидетельствуют о больших перспективах их развития.

На региональном уровне в целом преобладает государственное регулирование, широко используются командно-административные методы управления. Методы экономического и социально-психологического управления региональными рынками ценных бумаг применяются недостаточно эффективно. Это связано прежде всего с отсутствием необходимого числа профессиональных менеджеров. Важными аспектами экономического регулирования являются наполнение рынка ценными бумагами с различными инвестиционными качествами, предложение привлекательных инвестиционных программ. Социально-психологические методы регулирования рынка ценных бумаг связаны с формированием определенного общественного мнения, целенаправленной работой по мотивации поведения инвесторов.

Действующая нормативно-правовая база в регионах часто противоречит федеральной. Она не в полной мере защищает интересы инвесторов, не дает четких разъяснений по регулированию операций на вторичном рынке и применению санкций к нарушителям. В этих условиях повышается значение конкретных мер, направленных на упорядочение регулирования региональных рынков ценных бумаг. Регулирование процессов, происходящих на фондовом рынке, является также одной из сфер деятельности *региональных комиссий*, образованных в соответствии с Указом Президента РФ «О мерах по государственному регулированию рынка ценных бумаг в Российской Федерации». Цель таких комиссий — обеспечить выполнение установленных законодательством РФ норм, правил и условий функционирования фондового рынка, а также практическую реализацию решений, принимаемых ФКЦБ России, и контролировать деятельность профессиональных участников рынка ценных бумаг на территории региона.

В состав региональной комиссии входят представители администрации территорий (отдела или департамента управления государственным имуществом, финансового управления), территориальных подразделений фонда государственного имущества, управления юстиции, государственной налоговой инспекции и налоговой полиции, управления Государственного комитета по антимонопольной политике и поддержке развития предпринимательства, Центрального банка и др. При региональной комиссии создается консультационно-совещательный орган — экспертный совет. В его состав входят представители государственных органов, деятельность которых связана с регулированием финансового рынка, представители профессиональных участников рынка ценных бумаг и их союзов, иных общественных объединений, фондовых бирж, а также независимые эксперты.

Региональная комиссия обеспечивает выполнение на подведомственной территории постановлений ФКЦБ России, распоряжений ее региональных представительств. В сферу ее компетенции входят следующие вопросы:

- разработка основных направлений развития регионального рынка ценных бумаг и координация деятельности государственных органов по вопросам регулирования фондового рынка в пределах установленных полномочий;
- регламентация порядка деятельности: 1) юридических и физических лиц на региональном рынке ценных бумаг; 2) специализированных регистраторов, депозитариев, инвестиционных институтов, банков, занимающихся деятельностью по ведению и хранению реестров акционеров;
- определение обязательных требований и иных условий допуска ценных бумаг к их публичному размещению и обращению.

#### **4.4. Саморегулирование рынка ценных бумаг**

Важную роль в управлении рынком ценных бумаг предстоит сыграть объединениям профессиональных участников фондового рынка (саморегулируемым организациям). Саморегулирование предполагает использование методов общественного регулирования. К таким методам относятся разработка стандартов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и их повсеместное применение на практике, запрещение недобросовестной рекламы, формирование общественного мнения (*public relations*) с целью мотивации поведения инвесторов и эмитентов.

*Саморегулируемыми организациями* являются ассоциации, союзы и связанные договорными отношениями сообщества профессиональных участников рынка ценных бумаг. В общепринятой практике данные организации называют также саморегулирующимися. Но более точно было бы их назвать организациями саморегулирования рынка, так как саморегулируемое функционирование рынка и предполагает установление квалификационных и этических норм для его участников, правил торговых операций и контроль за их соблюдением. Эффективность рыночной системы зависит от профессионального уровня рыночных агентов, требования к которым формируются объединениями профессиональных участников рынка ценных бумаг. Эти объединения не только защищают интересы участников фондового рынка, но и устанавливают жесткие правила поведения на нем, обеспечивают действенный контроль за их соблюдением.

В конце 1994 г. в России была создана “Профессиональная ассоциация участников фондового рынка” (ПАУФОР). Две саморегули-

руемых организации — “Совет крупнейших регистраторов и депозитариев” (СКРО) и “Профессиональная ассоциация регистраторов, трансферт-агентов и депозитариев” (ПАРТАД) — стали инициаторами разработки Положения “О деятельности по ведению реестра владельцев ценных бумаг” (принято 21 июня 1995 г.), в соответствии с которым были введены единые стандарты по регламентации деятельности регистраторов. Активную работу на рынке ценных бумаг проводят самая крупная саморегулируемая организация — “Национальная ассоциация участников фондового рынка” (НАУФОР) и некоммерческое партнерство “Объединение по защите интересов акционеров предприятий и организаций” (ОПИАК).

В июле 1997 г. Омское отделение ФКЦБ сообщило о проведении учредительного собрания “Западно-Сибирской ассоциации участников рынка ценных бумаг”. Учредителями этой организации стали профессиональные участники рынка ценных бумаг и банки. Цели ее создания:

- обеспечение условий деятельности профессиональных участников рынка в регионе;
- соблюдение стандартов профессиональной этики на рынке;
- защита интересов и прав членов ассоциации;
- разработка предложений по развитию регионального фондового рынка;
- оказание информационной, методической и консультационной поддержки членам ассоциации, представление профессиональных интересов ассоциации в государственных и иных учреждениях и организациях;
- координация деятельности членов ассоциации по выработке мер экономической безопасности, связанных с осуществлением профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

В мае 1997 г. создан Совет эмитентов при ФКЦБ России. Основными направлениями деятельности образованных в его составе временных рабочих групп из числа представителей ФКЦБ и эмитентов являются:

- ♦ оптимизация корпоративного управления и регистрация проспектов эмиссии;
- ♦ совершенствование деятельности регистраторов;
- ♦ переход на международные стандарты бухгалтерского учета;
- ♦ совершенствование обращения ценных бумаг и повышение их ликвидности.

К положительным сторонам саморегулирования относятся:

- 1) разработка стандартов поведения самими профессиональными участниками рынка ценных бумаг, реально представляющими его особенности;

2) экономия государственных средств, сокращение аппарата управления рынком ценных бумаг;

3) участники рынка ценных бумаг, как правило, больше заинтересованы в нормальном регулировании, чем правительственные чиновники. Контроль общественных структур более требовательный, чем со стороны чиновников;

4) с помощью общественного регулирования проще ввести этические нормы поведения профессиональных участников рынка ценных бумаг.

В соответствии с Федеральным законом “О рынке ценных бумаг” саморегулируемые организации имеют статус структур, вырабатывающих четкие стандартные требования к своим членам. Основные правила деятельности саморегулируемых организаций включают требования к размеру капитала и уровню кредитоспособности, этичного поведения членов организации, ведения дел и учета в соответствии с законодательными нормами, компетентности управляющих и специалистов, информационной открытости и т.д.

#### **4.5. Инфраструктура системы управления рынком ценных бумаг**

Особую роль в системе управления рынком ценных бумаг играет инфраструктура. Функциональная (фондовые биржи, фондовые отделы валютных и товарных бирж, постоянные фондовые аукционы), техническая (клиринго-расчетная, депозитарная, регистрационная сеть) и организационная подсистемы инфраструктуры обеспечивают нормальное функционирование рынка ценных бумаг (рис. 4.1).

Особое значение имеет информационное обеспечение. Это связано с тем, что качество и потребительские свойства ценных бумаг очень важно проверить до момента покупки (и убедиться в том, что цена товара соответствует его ценности для потребителя). Поскольку проверка инвесторами потребительских качеств такого товара до момента покупки крайне затруднена, очевидно, что возможности злоупотреблений на рынке ценных бумаг существенно выше, чем на других рынках. Отсюда необходимость особого регулирования отношений на этом рынке, как представляющем повышенную опасность нарушения законных интересов инвесторов — физических и юридических лиц. Основой такого регулирования может быть информационное обеспечение.

Оценивая состояние системы регулирования рынка ценных бумаг в России, в первую очередь следует отметить отсутствие эффективного регулирования как со стороны государства, саморегулируемых организаций, так и со стороны самих субъектов рынка



## ИНФРАСТРУКТУРА СИСТЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ ВТОРИЧНЫМ РЫНКОМ

Организационная	Функциональная	Техническая
<p>Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг и ее региональные отделения</p> <p>Региональные комиссии Мингосимущества и территориальные комитеты (отделы) управления государственным имуществом</p> <p>Федеральный фонд государственного имущества и фонды государственного имущества территорий</p>	<p>Фондовые биржи и фондовые отделы универсальных и товарных бирж</p> <p>Фондовые центры Фондовые магазины Фондовые аукционы</p> <p>Фондовые отделы и отделы ценных бумаг предприятий</p> <p>Аттестованные специалисты рынка ценных бумаг</p>	<p>Информационные системы, специальные издания, теле- и радиопередачи</p> <p>Реестродержатели Регистраторы Депозитарии</p> <p>Центры вексельного обслуживания</p> <p>Клиринговые центры</p>

**Рис. 4.1. Инфраструктура системы управления вторичным рынком**

ценных бумаг. Развитие рынка ценных бумаг сдерживается прежде всего неразвитостью технической и функциональной подсистем инфраструктуры. Неэффективно действует система контроля за операциями на рынке ценных бумаг. По мере усложнения и расширения масштабов рынка ценных бумаг возникает необходимость в передаче регионам части контрольных функций.

Одним из признаков низкого уровня развития фондового рынка является фактическая изолированность локальных рынков ценных бумаг в России. Из-за отсутствия эффективных средств коммуникаций инвесторы не имеют доступа ко всем ценным бумагам, обращающимся на рынке. В конечном счете это ограничивает возможности межрегионального перелива капиталов и препятствует реализации стратегии структурной политики. Формирующиеся на местах фондовые рынки должны быть связаны через центральную информационную систему, ориентированную на операции с наиболее ликвидными ценными бумагами. Без такой системы нельзя наладить свободное движение ценных бумаг, гарантировать безопасность работы и надежность операций на фондовом рынке. Слож-

ность решения данной проблемы связана с огромными масштабами российского рынка ценных бумаг, а также особенностями региональных рынков.

Однако имеются отдельные попытки решения этих проблем. Например, уполномоченными представителями администрации Орловской области, Ассоциации центрально-черноземных областей России “Черноземье” и Московской межбанковской валютной биржи были подписаны “Меморандум о сотрудничестве в области развития рынка ценных бумаг в Центральном Черноземье” и “Декларация о развитии рынка ценных бумаг в Орловской области”. В рамках подписанных документов предполагается развивать в центрально-черноземных областях высокотехнологичную инфраструктуру рынка ценных бумаг на основе новейших информационных технологий и сложившихся международных стандартов, формировать в регионе благоприятный инвестиционный климат, обеспечивать защиту прав инвесторов с помощью создания “прозрачного” рынка и системы раскрытия информации об эмитентах и финансовых институтах, развивать нормативно-правовую базу фондового рынка с выработкой предложений по ее совершенствованию как на местном, так и на федеральном уровне.

В широком смысле инфраструктура рынка ценных бумаг включает четыре взаимосвязанных блока:

- систему торговли ценными бумагами;
- систему расчетов по заключенным сделкам;
- информационную систему, обеспечивающую сбор, обработку и предоставление участникам операций с ценными бумагами информации об эмитентах, выпусках, котировках и местах торговли ценными бумагами;
- телекоммуникационную систему, объединяющую всех участников фондового рынка и обеспечивающую оперативную и согласованную работу остальных блоков.

К основным направлениям развития информационного обеспечения относятся:

- ♦ расширение объема публикаций с определением минимального массива информации, подлежащей раскрытию участниками рынка ценных бумаг;
- ♦ введение обязательности публикации любых фактов деятельности эмитентов, способных повлиять на курс ценных бумаг;
- ♦ создание сети независимых рейтинговых агентств и введение признанной рейтинговой оценки компаний—эмитентов ценных бумаг;
- ♦ широкая публикация макро- и микроэкономической отчетности;
- ♦ четкое разграничение информации, относящейся к коммерческой тайне, и данных, не являющихся таковой;

- ♦ развитие сети специализированных изданий, характеризующих отдельные сегменты рынка ценных бумаг;
- ♦ создание общепринятой системы показателей оценки состояния рынка ценных бумаг.

Указом Президента РФ “О создании условий для проведения заемных операций на внутреннем и внешнем рынке капитала” от 12 ноября 1997 г. предусмотрено образование независимого федерального рейтингового агентства на базе информационного агентства “Интерфакс”. Задача этого агентства состоит в создании системы, обеспечивающей квалифицированную и объективную оценку экономического положения и платежеспособности субъектов РФ, а также предприятий и организаций, готовящихся к проведению заемных операций на внутреннем и внешнем рынке капитала. Правительство РФ будет использовать оценки агентства при подготовке решений о выпуске внешних облигационных займов органов исполнительной власти субъектов РФ.

Признавая необходимость использовать различные методы регулирования фондового рынка, важно правильно определить их соотношение и добиться их скоординированности.

### **Контрольные вопросы**

1. Каковы основные параметры системы управления рынком ценных бумаг?
2. Чем функции саморегулируемых организаций в системе управления рынком ценных бумаг отличаются от функций органов государственного регулирования?
3. Сформулируйте основные проблемы и перспективы развития системы управления рынком ценных бумаг в России.
4. Каковы особенности регулирования региональных рынков ценных бумаг?
5. Какой зарубежный опыт управления рынком ценных бумаг можно использовать в России?
6. Какова специфика финансового менеджмента на рынке ценных бумаг?
7. Как трактует Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” роль, задачи и функции саморегулируемых организаций?

## **Проверочные задания**

1. Выберите правильный ответ.

*Система управления рынком ценных бумаг — это:*

- а) совокупность государственных и негосударственных методов регулирования развития рынка ценных бумаг;*
- б) совокупность федерального и территориального механизмов управления рынком ценных бумаг;*
- в) сочетание механизмов и форм регулирования рынка ценных бумаг.*

2. Зачеркните ненужное.

*К проблемам развития системы управления рынком ценных бумаг относятся: совершенствование нормативно-правовой базы, анализ опыта работы с ценными бумагами, повышение квалификации специалистов рынка ценных бумаг, аудит ценных бумаг, развитие инфраструктуры рынка ценных бумаг, оценка эффективности управления.*

3. Вставьте в предложение необходимые по смыслу слова.

*Менеджмент на фондовом рынке... системы управления рынком ценных бумаг.*

## Тема 5

# ХАРАКТЕРИСТИКА ПЕРВИЧНОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

---

### План занятия:

1. Цели и задачи первичного рынка.
2. Эмиссия ценных бумаг, ее задачи и процедура осуществления.
3. Порядок разработки, утверждения и регистрации проспекта эмиссии.
4. Формы размещения ценных бумаг на первичном рынке.
5. Общая характеристика первичного рынка.

### 5.1. Цели и задачи первичного рынка

*Первичный рынок ценных бумаг — это место, где происходит первичная эмиссия и первичное размещение ценных бумаг.* Целью первичного рынка является организация первичного выпуска ценных бумаг и его размещение. К задачам первичного рынка ценных бумаг относятся: 1) привлечение временно свободных ресурсов; 2) активизация финансового рынка; 3) снижение темпов инфляции. Первичный рынок выполняет следующие функции:

- организация выпуска ценных бумаг;
- размещение ценных бумаг;
- учет ценных бумаг;
- поддержание баланса спроса и предложения.

К основным субъектам первичного рынка ценных бумаг относятся эмитенты и инвесторы. Активными участниками этого рынка являются инвестиционные фонды и финансовые компании, а также различные посредники: фирмы, представительства, агентства, филиалы, занимающиеся куплей-продажей корпоративных ценных бумаг. Активно работают на первичном рынке коммерческие банки.

К основным операциям первичного рынка ценных бумаг относятся:

- эмиссия;
- определение основных форм размещения выпущенных ценных бумаг;
- определение рыночной стоимости ценных бумаг;
- оценка инвестиционного риска;

- ♦ государственная регистрация выпуска;
- ♦ размещение ценных бумаг;
- ♦ регистрация отчета об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг;
- ♦ назначение реестродержателя;
- ♦ хранение.

## **5.2. Эмиссия ценных бумаг, ее задачи и процедура осуществления**

В соответствии с действующими стандартами эмитентом является коммерческая организация, принявшая решение о выпуске, осуществляющая размещение ценных бумаг. *Эмиссия ценных бумаг включает: определение размеров выпуска, подготовку и публикацию проспекта эмиссии, регистрацию выпуска, печать бланков ценных бумаг, публикацию объявления о выпуске.* Размер выпуска акций определяется величиной уставного капитала акционерного общества и его приращением. Количество выпускаемых акций исчисляется делением величины уставного капитала или его приращения на номинальную цену акции. Размер выпуска долговых обязательств рассчитывается делением суммы займа на номинальную цену облигации, сертификата или финансового векселя.

*Эмиссионная ценная бумага* — это любая ценная бумага, которая характеризуется следующими признаками:

- закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению и безусловному осуществлению с соблюдением законодательно установленной формы и порядка;
- размещается выпусками.

*Выпуск ценных бумаг* — это совокупность ценных бумаг данного эмитента, предоставляющих одинаковый объем прав и имеющих одни и те же условия размещения. Решение о выпуске ценных бумаг — это документ об объеме, виде, количестве, целях и сроках выпуска ценных бумаг, который принимается общим собранием акционеров акционерного общества или иным органом, имеющим соответствующие полномочия, оформляется отдельным протоколом и регистрируется в органе государственной регистрации ценных бумаг.

*Государственная регистрация ценных бумаг* — это присвоение ценным бумагам государственного регистрационного номера. Государственную регистрацию ведет ФКЦБ России и ее региональные отделения. Все бумаги одного выпуска должны иметь один государственный регистрационный номер.

При *выпуске акций* должны быть выполнены следующие процедуры. Принимается решение о выпуске. Три экземпляра решения

должны быть прошиты и скреплены печатью. Один экземпляр должен храниться у эмитента, два других — представляются в регистрационный орган и реестродержателю.

Процедура *эмиссии облигаций* включает следующие этапы:

- ♦ принятие эмитентом решения о выпуске облигаций;
- ♦ подготовка проспекта эмиссии, если регистрация выпуска должна сопровождаться регистрацией проспекта эмиссии;
- ♦ государственная регистрация выпуска и регистрация проспекта эмиссии;
- ♦ изготовление сертификатов облигаций;
- ♦ раскрытие информации, содержащейся в проспекте эмиссии;
- ♦ подписка на облигации;
- ♦ регистрация отчета об итогах выпуска облигаций;
- ♦ раскрытие информации, содержащейся в отчете об итогах выпуска.

### **5.3. Порядок разработки, утверждения и регистрации проспекта эмиссии**

Вместе с решением о выпуске ценных бумаг предоставляется и *проспект эмиссии*. Проспект эмиссии может быть подготовлен в отношении одного или нескольких выпусков акций разных типов, размещаемых одновременно, или в отношении одного или нескольких выпусков облигаций разных серий.

Государственная регистрация выпуска акций должна сопровождаться регистрацией проспекта эмиссии в пяти случаях:

- распределение акций среди учредителей при учреждении акционерного общества, если число его учредителей превышает 500 чел., или номинальная стоимость выпуска среди учредителей превышает 50 000 минимальных размеров оплаты труда;
- распределение акций среди акционеров;
- конвертация акций;
- открытая подписка;
- закрытая подписка, если число акционеров превышает 500 чел.

Проспект эмиссии должен содержать следующие три раздела:

1. Данные об эмитенте.
2. Данные о финансовом положении эмитента. (Раздел отсутствует при создании акционерного общества, за исключением случаев преобразования в акционерное общество предприятий иной организационно-правовой формы.)
3. Сведения о предстоящем выпуске ценных бумаг.

В первом разделе проспекта эмиссии характеризуется статус эмитента как юридического лица, приводится его полное и сокращенное наименование, дата регистрации и регистрационный

номер, наименование регистрирующего органа. Дается юридический и почтовый адрес, отражается принадлежность к промышленным, банковским, финансовым группам, холдинговым компаниям, концернам, ассоциациям, общественным организациям. Приводится список всех филиалов, представительств эмитента, содержащий их полное наименование, месторасположение, почтовый адрес, дату открытия, вид деятельности, собственный капитал, прибыль, оборот, задолженность на дату принятия решения о выпуске ценных бумаг. Подробно характеризуется структура органов управления эмитента.

Второй раздел проспекта эмиссии (“Данные о финансовом положении эмитента”) должен включать: бухгалтерские балансы за последние три завершённых финансовых года, подтвержденные аудиторской проверкой; краткое описание имущества эмитента и его основных видов деятельности; полный отчет об использовании прибыли за последние три завершённых финансовых года; рублевую оценку валютной части статей доходов и расходов по рыночному курсу Центрального банка РФ; отчет об использовании средств резервного фонда за последние три года; информацию о размере просроченной задолженности по уплате налогов; сведения о задолженности по кредитам банка и ее динамике за последние три года; сведения о направлении средств на капитальные вложения за последние три года, объеме незавершённого строительства и неустановленного оборудования; сведения об экономических и административных санкциях, налагавшихся на эмитента органами государственного управления, судом, государственным арбитражем или третейским судом в течение трех лет до момента принятия решения о выпуске ценных бумаг; сведения об общем размере уставного капитала, его делении на акции, объеме оплаченной части стоимости акций, количестве ранее выпущенных акций, их номинале, распределении по видам акций, условиях выплаты дивидендов.

Третий раздел проспекта эмиссии (“Сведения о предстоящем выпуске ценных бумаг”) должен включать общие сведения, данные о порядке выпуска, стоимостных и расчетных условиях выпуска. *Общие сведения* — это информация о виде выпускаемых ценных бумаг, общем объеме выпуска по номинальной стоимости, количестве выпускаемых бумаг, номинале одной бумаги. Среди *данных о порядке выпуска* указываются дата принятия решения о выпуске; орган, принявший это решение; дата начала процесса распространения ценных бумаг; ограничения на потенциальных покупателей; дата окончания процесса распространения бумаг; место, где потенциальные покупатели могут приобрести ценные бумаги (подписать или подать заявку на них); условия и порядок распространения; форма выпуска (наличная, с централизованным хране-



нием, безналичная); наименование клиринговой организации, осуществляющей безналичные расчеты по ценным бумагам; наименование централизованного хранилища, где предполагается хранить ценные бумаги. *Расчетные условия выпуска* — это сведения о стоимости одной ценной бумаги, порядке оплаты приобретаемых ценных бумаг (периодичность платежей, форма расчетов, номера счетов, оформляемые документы), методе определения процентной ставки для облигаций или размера дивидендов по акциям, месте, где владельцы бумаг могут получить причитающиеся им доходы, периодичности платежей.

В проспекте эмиссии приводятся также данные об организациях, принимающих участие в распространении ценных бумаг, списки банков и инвестиционных институтов, участвующих в процедуре размещения бумаг. В заключительной части проспекта эмиссии рассматриваются направления использования средств, мобилизуемых путем выпуска ценных бумаг (организация нового производства либо расширение, модернизация или реконструкция действующего; проведение природоохранных мероприятий; разработка и внедрение новых технологий); перспективы сбыта продукции, намечаемой к производству, обеспеченность сырьем, комплектующими материалами, производственными площадями, рабочей силой.

Проспект эмиссии выполняет две важнейшие функции: позволяет вышестоящему финансовому органу сделать заключение о правомерности выпуска ценных бумаг и защищает интересы инвесторов, получающих исчерпывающую информацию о деятельности компании. Проспект эмиссии вместе с копией устава, заявкой на регистрацию выпуска служит основанием для регистрации ценных бумаг. Допущенные к эмиссии бумаги заносятся в государственный реестр с указанием вида бумаг, наименования и юридического адреса эмитента, номинальной суммы эмиссии, количества и номинала ценных бумаг, регистрационного номера и даты регистрации ценных бумаг.

В сообщении о выпуске ценных бумаг, публикуемом в средствах массовой информации, указываются сведения об эмитенте, величина уставного капитала и номинальная стоимость бумаг, сумма балансовой прибыли за год, предшествующий эмиссии, сроки и условия размещения бумаг. Дается также подробное описание бланка ценной бумаги: размеры, цвет, текст, декоративное оформление, средства защиты от подделки.

## 5.4. Формы размещения ценных бумаг на первичном рынке

*Размещение ценных бумаг (андеррайтинг)* — первая сделка в сфере обращения, в процессе которой происходит переход бумаги от эмитента к первому держателю. Предусмотрены следующие способы размещения ценных бумаг: безвозмездная передача пакета привилегированных акций членам трудового коллектива путем составления поименного списка держателей; подписка на ценные бумаги; заключение контрактов на приобретение акций с должностными лицами приватизируемых предприятий или группой работников предприятия, заключившей договор о недопущении банкротства; аукцион; коммерческий конкурс; инвестиционные торги.

*Подписка на ценные бумаги* может быть открытой и закрытой. *Открытое* (публичное) размещение производится среди потенциально неограниченного круга инвесторов, *закрытое* — среди заранее известного числа инвесторов. Способом закрытой подписки осуществляется продажа обыкновенных акций работникам приватизируемых предприятий. Подписка производится по объявленной цене (меньше номинальной, равной ей или превышающей ее) и оформляется подписным листом с указанием фамилии, имени и отчества инвестора, количества бумаг и их цены.

Продажей на аукционе является приобретение физическими или юридическими лицами ценных бумаг на открытых торгах, когда от покупателей не требуется выполнения каких-либо условий. Аукцион может проводиться в виде тендера и открытых торгов. Тендер рекомендуется, как правило, для реализации пакетов акций. При фонде государственного или муниципального имущества создается тендерная комиссия, принимающая заявки на участие в аукционе и регистрирующая их. К заявкам прилагаются закрытые конверты с предложениями о цене. По окончании приема заявок конверты вскрываются и победителем, т.е. покупателем бумаг, объявляется участник, предложивший наивысшую цену. При равенстве цены спроса побеждает покупатель, первый подавший заявку на участие в аукционе. Отдельные акции и другие ценные бумаги реализуются на открытых торгах. Продажа акций приватизированных предприятий за чеки проводится на чековом аукционе.

Продажа по *коммерческому конкурсу* требует от покупателей выполнения каких-либо условий: сохранение профиля приватизируемого предприятия, числа рабочих мест, финансирования объектов социальной сферы, необходимые размеры инвестиций.

На *инвестиционных торгах* продаются пакеты акций государственных и муниципальных предприятий, когда от покупателя требуется осуществление инвестиционных программ. Право собственности

передается инвестору, предложение которого наилучшим способом соответствует критериям, установленным планом приватизации. Очевидно, практика привлечения инвестиционных институтов для размещения ценных бумаг должна найти самое широкое распространение и в России в связи с крупномасштабной приватизацией государственных и муниципальных предприятий.

Размещение ценных бумаг — это отчуждение эмитентом или андеррайтером ценных бумаг их первым владельцам. *Андеррайтером* называется лицо, принявшее на себя обязанность разместить ценные бумаги от имени эмитента или от своего имени, но за счет и по поручению эмитента. Решение о размещении ценных бумаг содержит данные, достаточные для установления объема прав, закрепленных этими бумагами, и оформляется при увеличении уставного капитала за счет выпуска ценных бумаг, при их дополнительной эмиссии и др. Основными формами размещения эмиссии являются следующие:

- открытая подписка для всех желающих. В решении о выпуске ценных бумаг, размещаемых путем открытой подписки, не могут быть предусмотрены какие-либо преимущества одних приобретателей перед другими;
- закрытая подписка только для членов акционерного общества;
- аукцион;
- инвестиционный конкурс;
- коммерческий конкурс;
- распределение среди акционеров;
- конвертация.

Все акции при учреждении акционерного общества должны быть размещены среди его учредителей в соответствии с договором о создании этого общества. После размещения акций сведения о владельцах ценных бумаг на основании их личных заявлений в трехдневный срок должны быть внесены в реестр, который ведет реестродержатель. Реестр может вести само акционерное общество, если число его акционеров не превышает 500 чел. Если число акционеров превышает 500 чел., то реестр должна вести специализированная организация. Реестродержатель делает записи в реестр, выдает выписки, справки, готовит списки акционеров для голосования и выплаты дивидендов.

## **5.5. Общая характеристика первичного рынка**

Активное развитие первичного рынка ценных бумаг в постсоветской России началось с момента массовой приватизации. Когда был выдан первый приватизационный чек, каждый житель России

получил право стать собственником. Для реализации этого права были разработаны и предложены механизмы, которые можно рассматривать как фондовые операции с приватизационными чеками.

Содержание фондовых операций в то время было определено Инструкцией Министерства финансов РФ “О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг на территории Российской Федерации” от 3 марта 1992 г.; Инструкцией Министерства финансов РФ “О производстве и ввозе на территорию Российской Федерации бланков ценных бумаг” от 19 октября 1992 г.; Инструкцией Центрального банка РФ “О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг коммерческими банками на территории Российской Федерации” от 21 октября 1992 г.; Письмом Министерства финансов РФ “О порядке регистрации выпуска акций инвестиционных фондов и об изменении порядка регистрации выпусков ценных бумаг инвестиционных компаний” от 27 января 1993 г.; Письмом Министерства финансов РФ “Положение о порядке и условиях выдачи лицензий на производство и ввоз на территорию Российской Федерации бланков ценных бумаг” от 17 сентября 1992 г.

Выпуск ценных бумаг регламентировали в этот период следующие документы: “Положение о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР”, утвержденное Постановлением Правительства РСФСР от 28 декабря 1991 г.; “Положение об акционерных обществах”, утвержденное Постановлением Совета Министров РСФСР от 25 декабря 1990 г.; Постановление Президиума Верховного Совета РСФСР “О применении векселя в хозяйственном обороте РСФСР” от 29 июля 1991 г. Согласно “Положению об акционерных обществах” уставный капитал в момент учреждения общества должен был состоять из акций, число которых кратно десяти, одинаковой номинальной стоимости, не меньшей чем 10 руб.

Открытое акционерное общество, предполагающее неограниченное число акционеров, публиковало проспект эмиссий независимо от величины уставного капитала. Закрытое акционерное общество готовило проспект эмиссии при одновременном выполнении двух условий: наличии свыше 100 акционеров и величине уставного капитала 50 млн. руб. и выше. Вторичный выпуск ценных бумаг требовал публикации проспекта эмиссии, если уставный капитал составлял 50 млн. руб. и выше. Не требовалось проспекта эмиссии: для ценных бумаг акционерных обществ, объем эмиссии которых не превышал 100 акций (в этом случае количество акционеров не должно было превышать 100 чел.); при эмиссии векселей, сберегательных и депозитных сертификатов. При организации акционерных обществ на базе приватизируемых предприятий проспект эмиссии заменял план приватизации. В настоящее время в соответ-

ствии с Федеральным законом “О рынке ценных бумаг” регистрация проспекта эмиссии производится при размещении эмиссионных ценных бумаг среди неограниченного или заранее известного круга владельцев, число которых превышает 500, а также в случае, когда общий объем эмиссии превышает 50 тыс. минимальных размеров оплаты труда.

Важной проблемой является защита ценных бумаг от подделки, что достигается как соответствующим юридическим оформлением, так и технологическими приемами их изготовления, использованием при этом специальной высококачественной бумаги. Производством бланков ценных бумаг могут заниматься только полиграфические предприятия или предприятия, имеющие полиграфическое производство, получившие соответствующую лицензию Министерства финансов РФ. Лицензия на ввоз бланков и полуфабрикатов из-за рубежа выдается Министерством финансов РФ следующим лицам: эмитенту ценных бумаг; организации, уполномоченной эмитентом представлять его интересы при ввозе; полиграфическому предприятию, получившему лицензию на производство бланков и ввозящему для этого полуфабрикаты.

Бланк ценной бумаги должен отвечать следующим технологическим требованиям:

- оформляться индивидуально для каждого заказчика (наличие эмблемы заказчика, шрифт, цвет, элементы защиты, дата и код государственной регистрации);
- изготавливаться на плотной высококачественной бумаге массой не менее 80 г/м<sup>2</sup>;
- иметь индивидуальный номер на каждой ценной бумаге;
- иметь выходные сведения о предприятии-изготовителе и слово “именная” для именной бумаги. Если бумага на предъявителя, то применяются специальные признаки подлинности.

Обязательными реквизитами ценной бумаги являются: полное наименование эмитента, размер выпуска, вид, номинальная стоимость, серия и номер. На акции должны быть подписи двух ответственных лиц акционерного общества (генерального директора и главного бухгалтера), а также гербовая печать общества. По мировым стандартам бланк ценной бумаги должен иметь шесть степеней защиты: высокую сложность графики рамки бланка; скрытый микротекст; люминесцентное свечение центральной полосы в ультрафиолетовых лучах; изображение сложной геометрической фигуры типа водяного знака; флюоресцентное свечение розеток; фоновую сетку.

Печатание ценных бумаг требует больших затрат труда, времени и денег. Издержки по печатанию тем выше, чем меньше номинал каждой акции или облигации, а именно “дешевые” бумаги расчи-

таны на массового инвестора. В целях сокращения расходов было разрешено печатать не акции, а сертификаты (*варранты*). Сертификат является свидетельством о владении определенным числом акций. Один сертификат заменяет десятки, сотни, а иногда и тысячи бланков акций. Расходы по печатанию акций или сертификатов особенно обременительны в первые месяцы существования нового акционерного общества. Поэтому “Положением об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью”, принятым Постановлением Совета Министров СССР от 19 июня 1990 г., было предусмотрено: пока акционеры не оплатили полностью свою долю в уставном капитале, ценные бумаги на руки не выдаются, а взносы удостоверяются “временными свидетельствами” (квитанциями).

Порядок первичного размещения устанавливался Законом “О приватизации государственных и муниципальных предприятий в Российской Федерации” от 3 июля 1991 г. (с последующими изменениями и дополнениями); “Государственной программой приватизации государственных и муниципальных предприятий в Российской Федерации на 1992 г.” (утвержденной Постановлением Верховного Совета РФ от 11 июня 1992 г.); “Положением о закрытой подписке на акции при приватизации государственных и муниципальных предприятий”, утвержденным Распоряжением Госкомимущества России от 27 июля 1992 г.; “Положением о выпуске ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР”, утвержденным Постановлением Правительства РСФСР от 28 декабря 1991 г., а также Указами Президента РФ от 29 января 1992 г. и от 1 июля 1992 г.

Самым распространенным способом использования приватизационных чеков была *закрытая подписка*. Каждый владелец чека, работающий на приватизируемом предприятии, а также лица, не работающие на данный момент, но имеющие стаж работы на этом предприятии не менее установленного срока (для мужчин — 10 лет, для женщин — 7 лет), имел право подать заявку на определенное количество акций. Второй по степени распространения формой стали специализированные *чековые аукционы*. Они проводились на трех уровнях: региональном, межрегиональном и всероссийском.

Рассмотрим процесс размещения ценных бумаг на чековых аукционах. Информационное сообщение о проведении аукциона должно быть опубликовано не позднее чем за 4 недели до даты окончания аукциона (кроме объектов муниципальной собственности). Участники аукциона имеют право подать заявку типа 1 или типа 2. В заявке типа 1 указывается количество приватизационных чеков, предлагаемых для оплаты акций, и не указывается предельная цена. Это означает, что податель заявки готов купить акции по любой курсовой цене, сложившейся на аукционе. В заявке типа 2 указыва-

ется количество приватизационных чеков и предельная цена. Вместе с заявкой на участие в чековом аукционе подаются приватизационные чеки, которые до подведения итогов аукциона хранятся в фонде имущества или депозитарии фонда. При помещении чеков в депозитарий на имя владельца открывается чековый счет.

По окончании аукциона проводится расчет аукционной курсовой цены и удовлетворяются все заявки типа 1 и типа 2, в которых указана цена, меньшая или равная аукционной. При равенстве заявленной и аукционной цены заявки типа 2 удовлетворяются в порядке уменьшения количества приватизационных чеков, указанных в заявках. В заявке цена выражается количеством акций за приватизационный чек. Все заявки удовлетворяются по единой аукционной цене независимо от количества акций, указанных в заявке. Чеки подлежат погашению. После аукциона они хранятся 6 месяцев и уничтожаются в региональных центрах хранения и уничтожения приватизационных чеков.

Победители аукционов вносятся в реестр акционеров и с этого момента получают право собственности на акции. Если владелец чеков не стал победителем аукциона, чеки возвращаются. Сделки с приватизационными чеками регистрируются, но налогом не облагаются. По итогам аукциона акции могут дробиться, при этом номинальная стоимость акции акционерного общества, созданного на основе приватизированного предприятия, может стать любой, даже меньшей 10 руб. (Последнее для акций других акционерных обществ недопустимо).

Владельцы ценных бумаг могут передавать ценные бумаги на хранение в специализированные хранилища — *депозитарии*. Они могут быть самостоятельными организациями или являться подразделениями инвестиционного института или банка. Передача ценных бумаг в депозитарий осуществляется на основании договора хранения, оформляемого в соответствии с Указом Президента РФ “Основные положения депозитарного договора” от 7 октября 1992 г. (Приложение № 4). Один из первых депозитариев в России создало “Российское инвестиционное акционерное общество” (РИНАКО), внедрившее компьютерную систему учета ценных бумаг.

Под приватизацией по конкурсу понимается приобретение физическими и юридическими лицами в частную собственность объекта приватизации, находящегося в государственной или муниципальной собственности, в случаях, когда от покупателя не требуется выполнение каких-либо условий по отношению к объекту приватизации. Продажа акций на специализированных *денежных аукционах* осуществляется поэтапно. На подготовительном этапе формируется список предприятий, акции которых продаются на специализированном аукционе; заключаются договоры с уполномочен-

ными организациями; публикуются информационные сообщения. На следующем этапе осуществляется прием заявок через сеть уполномоченных агентов и аккумулируются денежные средства участников аукциона в уполномоченном банке. На этапе подведения итогов аукциона определяются его результаты и публикуются информационные сообщения. На заключительном этапе оформляются права собственности на акции победителям аукциона, через уполномоченный банк осуществляются возврат денежных средств и иные расчеты в соответствии с утвержденными нормативами.

Денежный аукцион проводится в следующем порядке. Продавец нанимает аукциониста. Тот оглашает наименование, краткую характеристику и начальную цену объекта, а также шаг аукциона, единый на весь его период. В процессе торгов аукционист называет цену, а покупатели сигнализируют о готовности купить объект по данной цене путем поднятия билета. После объявления очередной цены аукционист называет номер билета покупателя, который с точки зрения аукциониста первым поднял билет. Затем аукционист объявляет следующую цену в соответствии с шагом аукциона. Торги завершаются, когда после троекратного объявления очередной цены ни один из покупателей не поднял билета. Победителем аукциона становится покупатель, номер билета которого был назван аукционистом последним. По завершении торгов аукционист объявляет о продаже выставленного объекта, называет продажную цену и номер билета победителя.

Также существует форма продажи акций, при которой от покупателя требуется выполнение каких-либо условий по отношению к приватизированному предприятию, а именно — осуществление инвестиций. Это коммерческий конкурс и инвестиционные торги. *Коммерческий конкурс* предусматривает подачу заявок в закрытой форме, их регистрацию и учет, а затем вскрытие конвертов с предложениями участников и подведение окончательных итогов. Продажа предприятий на *инвестиционном конкурсе* с социальными обременениями является в настоящее время самой привлекательной формой поддержки предприятий, работающих в сложных экономических условиях. Механизм проведения инвестиционных торгов включает: разработку инвестиционного проекта; публикацию информационного сообщения о проведении конкурса, размере и сроках внесения задатков заявителями; принятие и регистрацию заявок претендентов по мере их поступления; подведение итогов и оформление договоров купли-продажи пакетов акций.

Инвестиционный конкурс предусматривает, что инвестиции победителей конкурса (торгов) в приобретаемые ими предприятия осуществляются безвозмездно. Осуществление указанных инвестиций на возвратной, кредитной, ссудной основе законодательно зап-



решено. Компенсация инвестиций может производиться путем отчисления части прибыли от деятельности предприятия, выплачиваемой в виде дивидендов по принадлежащим инвестору акциям, в том числе и по дополнительно выпускаемым акциям в размере до 50% от первоначальной величины уставного капитала. Продавец, представляющий интересы государства, при продаже на инвестиционном конкурсе акций акционерного общества, созданного путем преобразования государственного предприятия, не вправе отягощать акционерное общество обязательствами по погашению заемных средств и перечислению их победителю инвестиционного конкурса. Ответственность по обязательствам, возникающим в случае использования заемных средств в целях инвестирования, исключительно несет покупатель.

В последнее время в России стали проводиться *залоговые аукционы*. На этих аукционах предметом залога выступают пакеты ценных бумаг, как правило, акции предприятий топливно-энергетического и нефтедобывающего комплексов.

### **Контрольные вопросы**

1. В чем заключается значение первичного рынка ценных бумаг?
2. Можно ли к операциям первичного рынка ценных бумаг отнести пятую эмиссию облигаций?
3. Относится ли к первичному рынку ценных бумаг размещение объявленных выпусков акций?
4. Какие процедуры первичного рынка ценных бумаг регламентирует Федеральный закон “Об акционерных обществах”?
5. Кто подписывает решение об эмиссии?
6. Что должен делать эмитент после государственной регистрации проспекта эмиссии?
7. Какие санкции предусмотрены действующим законодательством в случае нарушения обязательной процедуры государственной регистрации эмиссии?

### **Проверочные задания**

1. Дайте название операции первичного рынка ценных бумаг на основании ее описания.

*Принятие эмитентом решения о выпуске ценных бумаг. Подготовка и утверждение проспекта эмиссии ценных бумаг. Регистрация ценных бумаг на основании представленных и нотариально заверенных*

*копий учредительных документов и проспекта эмиссии. Издание проспекта эмиссии и публикация сообщения в средствах массовой информации о подписке на ценные бумаги. Выпуск ценных бумаг в обращение.*

2. Вставьте нужное слово.

*Первичный рынок ценных бумаг характеризуется принципами... (Слова для вставки: системность, научность, демократичность, прозрачность, документальность, подконтрольность.)*

3. Закончите предложение.

*Основными функциями держателя реестра на первичном рынке ценных бумаг являются...*

# Тема 6

## ОСОБЕННОСТИ ВТОРИЧНОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

---

### План занятия:

1. Цель, задачи и особенности вторичного рынка.
2. Общая характеристика вторичного рынка.
3. Законодательные основы организации деятельности вторичного рынка.
4. Проблемы развития вторичного рынка ценных бумаг в России.
5. Трест и клиринг как перспективные операции вторичного рынка.

### 6.1. Цель, задачи и особенности вторичного рынка

*Вторичный рынок ценных бумаг — это наиболее активная часть фондового рынка, где осуществляется большинство операций с ценными бумагами за исключением первичной эмиссии и первичного размещения.* Цель вторичного рынка — обеспечить реальные условия для покупки, продажи и проведения других операций с ценными бумагами после их первичного размещения. Задачами развития вторичного рынка ценных бумаг в России являются:

- повышение финансовой активности хозяйствующих субъектов и физических лиц;

- развитие новых форм финансовой практики;
- совершенствование нормативно-правовой базы;
- развитие инфраструктуры рынка;
- соблюдение принятых правил и стандартов;

К особенностям российского вторичного рынка относятся:

- ♦ специфика становления рынка ценных бумаг;
- ♦ неравноценность ценных бумаг, обращающихся на вторичном рынке по их инвестиционным возможностям, качеству и характеристикам;
- ♦ отсутствие устоявшихся канонов и единых правил поведения на рынке.

Долгое время фондовый рынок России существовал как бы отдельно от реальной экономики. Ценные бумаги предприятий покупали, потому что считали их дешевыми. Но нельзя построить фон-

довый рынок на неработающих активах. Пять последних лет курс акций предприятий рос или падал чаще всего без всякой “оглядки” на изменения финансово-экономической ситуации. На рынке корпоративных ценных бумаг произошло четкое разделение. С одной стороны, в течение ряда лет остается стабильным список из нескольких десятков предприятий, акции которых обладают высокой ликвидностью и являются предметом активных фондовых операций. С другой стороны, акции большинства предприятий активно не обращаются. В целом следует констатировать, что вторичный рынок ценных бумаг не выполняет своей главной задачи — перераспределение капиталов в наиболее эффективные производства и привлечение инвестиций для развития предприятий.

## **6.2. Общая характеристика вторичного рынка**

Вторичный рынок ценных бумаг включает организованный и неорганизованный (внебиржевой) рынок. Основными участниками вторичного рынка являются государство, акционерные общества, специалисты — профессионалы рынка ценных бумаг, инвестиционные фонды и компании, коммерческие банки, фондовые центры и магазины, прочие хозяйствующие субъекты и граждане.

К операциям организованного вторичного рынка относятся классические биржевые операции, подробно рассмотренные в теме 3. К операциям внебиржевого рынка относятся купля-продажа, хранение ценных бумаг, формирование портфеля ценных бумаг и управление им, определение рыночной стоимости ценных бумаг, маркетинговые исследования, ценообразование, оценка инвестиционного риска. Внебиржевой оборот характеризуется меньшей организованностью и меньшей зарегулированностью по сравнению с биржевым оборотом. Обращение ценных бумаг на вторичном рынке — это в основном их перепродажа. Большая часть сделок купли-продажи производится через посредников-брокеров, инвестиционных дилеров, трейдеров (представителей фирм в торговой зоне биржи) по рыночной цене (курсу).

Современная активизация вторичного рынка ценных бумаг прежде всего связана с проведением дополнительных эмиссий как одним из способов привлечения инвестиционных ресурсов для развития предприятий. Наряду с акциями для пополнения своих инвестиционных возможностей акционерные общества могут продавать выпущенные ими облигации, именуемые облигациями корпораций. По таким облигациям предприятие обязано выплачивать проценты. Практика использования этого источника привлечения инвестиций характеризуется сложностью размещения облигаций в

периоды спада экономики. Выпуск облигаций доступен только крупным компаниям.

Среди большого количества операций на вторичном рынке ценных бумаг чисто спекулятивный характер имеют *договоры об обратной покупке (репо)*. Репо содержит сразу два противоположных обязательства для каждого из участников: обязательство продажи и обязательство покупки. Обратная покупка производится по цене, превышающей первоначальную продажу. Ставкой репо является разница между ценами, отражающая доходность этих операций, которая выражается в процентах годовых. Одна сторона сделки получает в свое распоряжение необходимые денежные средства, а другая — покрывает временный недостаток в ценных бумагах. В качестве обеспечения возврата денег используются ценные бумаги. Договор репо часто рассматривают как кредит под залог. Сторона, первоначально продающая ценные бумаги, выступает в роли заемщика, а сторона, принимающая ценные бумаги, становится кредитором. Для заемщика средств большое значение имеет подход к определению оценки предлагаемого им залога, т.е. вопрос оценки рыночной стоимости ценных бумаг.

Эффективность договоров об обратной покупке обеспечивается точным выполнением участниками репо взятых на себя обязательств продажи ценных бумаг с их последующей покупкой. Точное выполнение обязательств возможно при включении в договорные отношения третьей стороны — посредника, который берет на себя обязательство своевременно перечислять денежные средства и поставлять ценные бумаги. Третьей стороной может быть банк или дилер. Посредник получает вознаграждение в процентах от основной суммы репо, выплачиваемое заемщиком основных средств, и несет ответственность за надлежащее выполнение заключенного договора. В результате трехстороннее репо становится менее рискованным.

Вторичный рынок выполняет две функции: 1) сводит друг с другом продавцов и покупателей (обеспечивает ликвидность ценных бумаг); 2) способствует выравниванию спроса и предложения. Объем сделок на вторичном рынке в индустриально развитых странах существенно выше, чем на первичном. Например, в США он составляет примерно 60—70% общего объема операций с ценными бумагами. Российский вторичный рынок находится в стадии становления. Особое место на вторичном рынке занимают регионы. Развитие региональных рынков ценных бумаг является одним из важных условий роста экономики многих областей.

По мнению экспертов, в настоящее время наиболее привлекательными для потенциальных инвесторов являются Тюменская, Самарская, Пермская, Саратовская области, а также Нижний Новгород. Лидирующее место по темпам развития вторичного рынка

занимают Тюмень, Москва и Санкт-Петербург. Вместе с тем относительная неразвитость вторичного рынка в большинстве регионов во многом объясняется недостаточной изученностью инвестиционного потенциала и отсутствием необходимой информации о перспективных эмитентах и их инвестиционных проектах. Операциями на корпоративном рынке ценных бумаг регионов до недавнего времени занимались в основном крупные инвестиционные компании, которые скупали акции наиболее перспективных местных предприятий с целью их последующей перепродажи по более высоким ценам. Такого рода операции не приводят к расширению рынка корпоративных ценных бумаг.

Основу фондовых рынков в регионах в настоящее время составляют ценные бумаги, выпускаемые местными органами власти. Увеличивается количество субфедеральных облигаций, т.е. облигаций субъектов Федерации. Общий объем эмиссии этих облигаций в конце 1997 г. достиг более 30 трлн. руб. Число субъектов Федерации, выступающих в качестве эмитентов, составляет более 60.

### **6.3. Законодательные основы организации деятельности вторичного рынка**

Порядок выполнения операций с ценными бумагами на вторичном рынке регламентируется Инструкцией Министерства финансов РФ “О правилах совершения и регистрации сделок с ценными бумагами” от 6 июля 1992 г.; Указом Президента РФ “Основные положения депозитарного договора” от 7 октября 1992 г. (Приложение № 4), Федеральными законами “О рынке ценных бумаг” и “Об акционерных обществах”, Инструкцией Центрального банка РФ “О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории Российской Федерации” от 17 сентября 1996 г., “Положением об обслуживании и обращении выпусков государственных краткосрочных бескупонных облигаций”, утвержденным Приказом Центрального банка РФ от 15 июня 1995 г. (с последующими изменениями и дополнениями), и другими нормативно-правовыми актами. По российскому законодательству право объявлять цены покупателя и продавца по определенным бумагам имеют фондовые биржи, фондовые отделы товарных и валютных бирж, инвестиционные компании и банки.

При приобретении крупных пакетов акций должны соблюдаться определенные условия. До принятия Федерального закона “О рынке ценных бумаг” при приобретении юридическим лицом либо их группой более 15% акций какого-либо эмитента требовалось в пятидневный срок после совершения сделки представить уведомление в Министерство финансов. При приобретении одним ин-

вестором 35% и более акций одного эмитента или пакета, обеспечивающего более половины голосов акционеров, необходимо было предварительное согласие Государственного комитета по антимонопольной политике и поддержке новых экономических структур и Министерства финансов. Данное условие не распространялось на учреждаемые акционерные общества, если их уставный капитал не превышал 50 млн. руб.

В соответствии с Федеральным законом “О рынке ценных бумаг” информацию по операциям с ценными бумагами должны представлять в ФКЦБ России или уполномоченный ею государственный орган:

- акционерные общества (эмитенты), представляющие ежеквартальные отчеты по ценным бумагам, которые составляются не позднее 30 дней после окончания квартала и содержат список владельцев акций (акционеров), обладающих 20% и более уставного капитала эмитента, и сообщения о существенных событиях и действиях, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента, сведения о появлении в реестре эмитента лиц, владеющих более чем 25% эмиссионных ценных бумаг одного вида;
- владельцы ценных бумаг, представляющие уведомления в пятитдневный срок после вступления во владение 20% или более эмиссионных ценных бумаг любого вида, а также изменения доли владения до уровня, кратного каждым пяти процентам свыше 20% данного вида ценных бумаг;
- профессиональные участники рынка в случаях проведения в течение одного квартала операций со 100% ценных бумаг эмитента или разовой операции с 15% и более от общего количества ценных бумаг одного вида.

На практике указанные ограничения далеко не всегда выполняются. В связи с этим в нормативно-правовых документах предусматривается возможность признания совершаемых сделок недействительными, хотя и отсутствует описание процедурных моментов этого процесса.

#### **6.4. Проблемы развития вторичного рынка ценных бумаг в России**

Развитие вторичного рынка ценных бумаг в России сдерживается прежде всего неразвитостью законодательной базы, недостаточно четко сформулированными правилами его функционирования. Действующие в настоящее время подзаконные акты зачастую не содержат необходимых норм, которые могли бы обеспечить реальную защиту интересов инвесторов. Отсутствуют четкие критерии, которые бы позволили провести границу между ценными бумагами

и их имитацией, не предусмотрены санкции за нарушение правил поведения участников фондового рынка, нередко отсутствуют и сами правила.

Эффективно работающий рынок ценных бумаг предполагает возможность для каждого инвестора проводить куплю-продажу акций любого эмитента, независимо от его местонахождения. Большинство участников вторичного рынка ценных бумаг стали владельцами акций в результате чековой приватизации. При желании продать акции они вынуждены самостоятельно (и не всегда успешно) искать покупателей и, как правило, не в состоянии реально определить цену акций. В настоящее время граждане не в полной мере могут реализовать свои права в части распоряжения приобретенными акциями. Из-за неразвитости инфраструктуры рынка практически отсутствует возможность продажи акций мелкими инвесторами. Нужно отметить, что существующие фондовые магазины производят покупку акций, как правило, по заказам, с целью формирования крупных пакетов, т.е. в настоящее время вторичный рынок обслуживает интересы крупных инвесторов, стремящихся к перераспределению собственности.

На российском рынке отсутствует достаточная информация о различных сделках, предметом которых могут быть акции, и возможностях их осуществления. Не создана массовая региональная сеть независимых банков-депозитариев, фондовых магазинов, брокерских контор, специализирующихся на сделках с ценными бумагами. Купля-продажа ценных бумаг на фондовом рынке должна сопровождаться своевременной и правильной оплатой по совершаемым сделкам, что требует создания расчетно-клиринговых центров.

Развитие рынка ценных бумаг невозможно без хорошо отлаженной и нормально функционирующей системы ведения реестров акционеров. Эта система предусматривает разделение рынка ценных бумаг на два уровня:

- всероссийский рынок высоколиквидных акций;
- локальные рынки, где акции обращаются в основном в районах расположения их эмитентов.

На вторичном биржевом рынке обращается небольшая часть акций отдельных предприятий, входящих в разряд наиболее инвестиционно привлекательных, типа акций ПАО «Газпром». Таких предприятий насчитывается около 100. Внебиржевая система РТС охватывает акции еще около 300 предприятий. Остальная часть акций не участвует в вышеназванных активных рыночных операциях, частично задействована в операциях на вторичном рынке ценных бумаг отдельных регионов. Эта часть весьма значительна по удельному весу и может составлять более 95% акций, обращающихся на вторичном рынке России. Проблема вовлечения данной части ак-



ций в активные фондовые операции связана с недостаточной заинтересованностью их владельцев, их слабой информированностью, а иногда и отсутствием необходимых знаний по конкретным вопросам развития рынка ценных бумаг.

## **6.5. Траст и клиринг как перспективные операции вторичного рынка**

К числу наиболее перспективных видов операций на вторичном рынке относят, в частности, траст и клиринг.

**Траст.** Одним из способов оживления вторичного рынка ценных бумаг может стать траст. В мировой практике под *трастом* (от англ. trust — доверие) подразумеваются операции, связанные с управлением имуществом предприятий, частных пенсионных и других фондов, портфелями ценных бумаг, делами корпораций при их реорганизации и банкротстве. Доверительное управление ценными бумагами осуществляется на основании договора поручения (комиссии). Инвестиционный фонд, действуя в соответствии с данным договором, может выполнять поручения клиента о покупке или продаже ценных бумаг на вторичном рынке. *Трастовые (доверительные, или фидуциарные) операции* основаны на отношениях добровольности. Собственник ценных бумаг (доверитель) передает их по доверенности (договору) в управление или владение другому лицу (доверительному собственнику), который осуществляет с ними операции в интересах доверителя (учредителя траста).

В зарубежном праве принято выделять две модели траста — английскую (*доверительная собственность*) и континентальную (*доверительное управление*). Английская модель предполагает, что все субъекты траста — его учредитель (собственник), выгодоприобретатель и управляющий в определенной мере и объеме обладают полномочиями собственника. В континентальной модели при передаче имущества в доверительное управление не происходит смены собственника, а доверительный управляющий, получая имущество, принимает на себя обязательства осуществлять управление в интересах учредителя.

Траст на Западе относится к числу комиссионно-посреднических операций. Это основанное на доверии отношение между принципалом и агентом, в котором агент является держателем собственности, действуя от имени и в интересах принципала (доверителя). Основные виды трастовых услуг: управление имуществом, управление личной собственностью, траст в пользу определенного лица (лиц), управление фондами стимулирования служащих, корпоративный траст. В настоящее время в России распространены лишь первые два вида траста. *Корпоративный траст*, т.е. траст, основан-

ный на залоге имущества компании в обеспечение выпуска облигаций, пока не получил должного развития. Это связано с малой долей облигаций в структуре рынка ценных бумаг и слабым развитием рынка корпоративных и ипотечных облигаций.

Первое упоминание о трасте в России содержалось в вышедшем в конце 1993 г. Указе Президента РФ “О доверительной собственности (трасте)”, который касался только государственной собственности. Описание трастовых операций дано в Гражданском кодексе РФ, в основе которого лежит континентальная модель права. Развитие траста в России осложняется общей нестабильностью экономико-политической ситуации в стране, противоречивостью интересов потенциальных участников трастовых операций. Крупные корпоративные клиенты, которые располагают свободными денежными средствами, заинтересованы прежде всего в поддержании высокой ликвидности своих портфелей ценных бумаг. Российский рынок государственных ценных бумаг и акций подвержен столь большим колебаниям, что гарантий безубыточной продажи ценных бумаг в любой момент он не дает. Поэтому комбинирование деятельности доверительного управляющего и платежного агента, столь необходимое для крупных корпоративных клиентов, пока затруднено.

Российский рынок трастовых услуг отличается от западного принципиально иной структурой трастовых активов. Если в США порядка 40% трастового капитала вложено в акции, около 25% — в облигации федерального правительства и местных органов власти, а остальное — в разного рода ипотечные облигации и депозиты, то в России до недавнего времени подавляющая часть ресурсов, находящихся в трастовом управлении, была задействована на рынке государственных ценных бумаг.

Важный вид трастовых услуг — управление крупными долями собственности и пакетами акций негосударственных предприятий, когда задача управляющего — обеспечить не прирост портфеля финансовых активов, а эффективность финансового менеджмента, выплату дивидендов, рост показателей рентабельности и т.п. Спрос на такого рода услуги растет не только со стороны государства, но и со стороны крупных частных корпораций, владеющих пакетами акций и долями собственности большого числа предприятий. Речь идет не о дочерних компаниях и аффилированных структурах, а о пакетах акций на уровне блокирующего или даже меньшего. Как показала практика, управление такими относительно незначительными пакетами акций и долями собственности (количество которых может быть очень большим), как правило, не представляет интереса для крупных компаний. Стоит упомянуть и о нарождающемся в России классе стратегических инвесторов, которые владе-

ют относительно крупными пакетами акций, хранят их в течение длительного времени, но одновременно хотят получить какие-то дополнительные выгоды. Иными словами, объектом управления в такой ситуации выступают именно активы, а не денежные средства.

Наиболее широко в России распространено *управление портфелем финансовых активов* (чаще всего ценных бумаг). Различают персональное управление и управление фондами коллективных инвестиций. Управление фондами коллективных инвестиций (паевыми инвестиционными фондами, общими фондами банковского управления), безусловно, имеет большое будущее, что связано в долгосрочной перспективе с массовым притоком на рынок средств средних и мелких инвесторов, на инвестиции которых и рассчитана идея фондов. Пока же услуги паевых инвестиционных фондов не пользуются массовым спросом мелких вкладчиков.

В современной России наиболее актуальными являются *агентские трастовые услуги*. К ним относятся:

- управление активами — проведение операций с ценными бумагами, осуществление инвестиций по поручению клиента, формирование портфелей ценных бумаг;
- услуги по первичному размещению ценных бумаг — оказание услуг по размещению ценных бумаг на финансовых рынках или услуг по сопровождению размещения ценных бумаг.

Развитие траста связано в первую очередь с падением доходности операций на финансовом рынке, где его участники столкнулись с необходимостью формирования инвестиционных портфелей квалифицированными менеджерами. Финансовый консалтинг, давно осуществляемый крупными инвестиционными компаниями, часто сопровождается организацией трастового управления на основе разного рода схем с использованием балансовых и забалансовых счетов, а также появлением схем налогового планирования и минимизации объема налоговых платежей при помощи оффшорных компаний. Государство рассматривает траст как источник пополнения государственного бюджета за счет передачи в доверительное управление пакетов акций приватизируемых предприятий, находящихся в федеральной собственности. Однако сдерживающим фактором развития рынка трастовых услуг в России выступает отсутствие специального законодательства.

**Клиринг.** Эффективная работа рынка, связанная с владением акциями и передачей прав на них, зависит от системы расчетов. В рамках системы расчетов предоставляется спектр клиринговых услуг и услуг депозитариев. Развитие системы расчетов — ключевой момент создания ликвидного рынка ценных бумаг. Клиринговые услу-

ги предоставляются специализированными депозитариями, которые осуществляют:

- ♦ сбор данных о сделках по ценным бумагам (для неттинга и расчетов) — об участниках сделок, категориях ценных бумаг, месте и времени совершения сделок, форме расчетов по ним;
- ♦ составление перечня сделок для проведения неттинга и расчетов (как правило, путем сопоставления и корректировки). В результате *неттинга* (классификации заключенных сделок с целью максимального сокращения числа операций сторон с ценными бумагами) объем сделок сводится к относительно небольшому числу случаев поставки ценных бумаг и передачи денежных средств.

Клиринговые организации могут создавать надежные системы контроля и управления рисками при совершении сделок с ценными бумагами.

### **Контрольные вопросы**

1. Назовите отличительные черты вторичного рынка ценных бумаг.
2. Какие основные нормативно-правовые акты регламентируют деятельность вторичного рынка?
3. Какие организации и каким образом регулируют рынок ценных бумаг?
4. Охарактеризуйте современное состояние вторичного рынка ценных бумаг.
5. Назовите возможные, по вашему мнению, пути развития вторичного рынка.
6. Какие недостатки, на ваш взгляд, мешают развитию вторичного рынка?
7. Охарактеризуйте особенности вторичного рынка ценных бумаг в месте вашего постоянного проживания?

### **Проверочные задания**

1. Вычеркните ненужное.

*К методам продаж на вторичном рынке ценных бумаг относятся: голландский аукцион, двойной аукцион, непрерывный аукцион, онкольный аукцион, дилерство, подписка, андеррайтинг.*

2. Закончите предложение.

*Вторичный рынок ценных бумаг выполняет функции...*

3. Дайте название описанной ниже процедуре.

*Получив заказ от покупателя, уполномоченный представитель инвестиционно-дилерской фирмы в регионе передает его для проработки на центральную фондовую биржу, где заказ попадает к дилеру.*

## Тема 7

# КОНЬЮНКТУРА БИРЖЕВОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

---

### План занятия:

1. Понятие конъюнктуры биржевого рынка.
2. Цели, задачи и направления изучения конъюнктуры биржевого рынка.
3. Характеристика конъюнктуры биржевого рынка России.
4. Основные методы конъюнктурного анализа.
5. Особенности технического анализа конъюнктуры биржевого рынка.

### 7.1. Понятие конъюнктуры биржевого рынка

*Конъюнктура рынка ценных бумаг* — это совокупность признаков, характеризующих состояние фондового рынка. Фондовый рынок характеризуется объемом и структурой обращающихся ценных бумаг, скоростью обращения, движением цен, динамикой курсов ценных бумаг, степенью инвестиционного риска, мерой информационной открытости, количеством и объемом совершаемых фондовых операций, уровнем доходности ценных бумаг и операций с ними.

*Конъюнктура биржевого рынка* — это совокупность основных характеристик, определяющих состояние биржевого рынка на определенный момент. К таким характеристикам относятся:

- количество биржевых площадок (фондовых бирж и фондовых отделов товарных и валютных бирж);
- количество и частота биржевых сессий;
- форма организации биржевых торгов;
- объем ценных бумаг, выставленных на торги;
- портфель заказов биржи;
- объем и структура совершенных биржевых сделок;
- качественные характеристики биржевых товаров (основные характеристики ценных бумаг, прошедших листинг);
- характеристика основных участников биржевых торгов;
- курсовая стоимость ценных бумаг;
- объем и структура дополнительных услуг, предоставляемых участникам биржевых торгов.

Основной характеристикой конъюнктуры биржевого рынка является соотношение между спросом и предложением ценных бумаг, которое определяется уровнем цен спроса и предложения.

Различают простую специальную и дифференцированную конъюнктуру. *Простая специальная конъюнктура* отражает конкретное состояние определенного рынка отдельных ценных бумаг (например, рынка депозитарных расписок, рынка облигаций администрации г. Нижнего Новгорода, рынка акций РАО «Газпром»). *Дифференцированная конъюнктура* выражает относительное, сравнительное положение определенного рынка отдельных ценных бумаг среди других сегментов рынка. Определение дифференцированной конъюнктуры возможно при стабильной экономике с четко выраженными зависимостями макроэкономических показателей.

## **7.2. Цели, задачи и направления изучения конъюнктуры биржевого рынка**

Целью изучения конъюнктуры биржевого рынка ценных бумаг является установление фактического состояния рынка и прогнозирование направлений его развития. К задачам изучения конъюнктуры относятся: 1) изучение и определение фактического состояния рынка ценных бумаг; 2) анализ текущего состояния рынка ценных бумаг и установление основных тенденций его развития; 3) разработка прогнозов будущего состояния рынка ценных бумаг.

Различают следующие направления изучения конъюнктуры:

- изучение изменений (колебаний) конъюнктуры и установление характера колебаний (иррегулярные и регулярные, сезонные и циклические);

- объяснение изменений конъюнктуры. Аналитики пытаются выделить основные события и определить их причинно-следственную связь;

- теоретическое обоснование изменения конъюнктуры. Известны два подхода к обоснованию колебаний конъюнктуры. Первый определяет смысл конъюнктуры как смену периодов подъема и спада, как волнообразные, циклические, колебательные движения. Сторонники этого подхода пытаются обосновать, в каком периоде цикла находится рынок в определенный момент. Второй подход исходит из того, что конъюнктура — это совокупность определенным образом сложившихся рыночных условий. Приверженцы этого подхода тщательно анализируют взаимосвязи и взаимозависимости различных условий, оказывающих в данный момент определяющее влияние на рынок.

Изучение конъюнктуры биржевого рынка ценных бумаг имеет большое значение и для эмитентов, и для инвесторов. Эмитенты,

зная конъюнктуру биржевого рынка, могут правильно определить момент, выгодный для предложения ценных бумаг на продажу. Инвесторы, располагая данными о конъюнктуре биржевого рынка, могут выбрать наиболее эффективный вариант инвестиций.

### **7.3. Характеристика конъюнктуры биржевого рынка России**

Конъюнктура биржевого рынка ценных бумаг подвержена различным колебаниям. Эти колебания связаны с объективными и субъективными факторами. По теории Н.Д.Кондратьева, подробно изложенной в книге “Теория экономической динамики”, в основе больших, торгово-промышленных и сезонных циклов изменения конъюнктуры лежат колебания экономической активности.

Н.Д.Кондратьев выделял две качественно разнородные группы конъюнктурных процессов: с одной стороны, обратимые волнообразные процессы, а с другой — необратимые поступательные, эволюционные процессы. Он предлагал вначале изучать обратимые процессы, затем перейти к разработке трендов и далее прогнозировать основные тенденции развития. Согласно его теории экономической динамики все элементы экономической действительности по характеру развития распадаются на две группы. Элементы первой группы отличаются тем, что наряду с колебательными процессами их динамика не обнаруживает какой-либо общей тенденции роста или падения, или эта тенденция практически незаметна за рассматриваемый период. Для рынка ценных бумаг такими элементами являются цены. Элементы второй группы отличаются тем, что наряду с колебательными процессами они обнаруживают также тенденции определенного направления. К таким элементам относятся проценты по облигациям, дивиденды по акциям, данные об инвестиционной емкости рынка, объем биржевых торгов.

Конъюнктура биржевого рынка зависит:

- от фазы экономического цикла (кризис, депрессия, оживление и подъем);
- статуса и финансовой устойчивости эмитента;
- объема эмиссии и условий размещения ценных бумаг;
- конкурентоспособности ценных бумаг по сравнению с аналогичными объектами инвестирования;
- инвестиционных возможностей ценных бумаг;
- общего инвестиционного потенциала рынка.

Подробные систематические исследования конъюнктуры российского биржевого рынка проводят многие специалисты биржевой торговли, а также аналитические группы журналов “Эксперт”, “Рынок ценных бумаг”, газеты “Коммерсант”.

Например, во 2-й половине июля — 1-й половине августа 1999 г., несмотря на улучшение конъюнктуры мирового фондового рынка, рынок корпоративных бумаг России характеризовался высоким уровнем цен, оттоком покупателей в связи с нестабильной социально-экономической и политической обстановкой. Активных операций не наблюдалось, преобладали разовые продажи приобретенных ранее по более низким ценам отдельных пакетов акций с целью получить прибыль и покинуть рынок. Кроме традиционно имевших спрос акций предприятий топливно-энергетического комплекса, спросом пользовались акции крупных машиностроительных заводов и производственных компаний. Рынок находился в преддверии ожидавшейся девальвации рубля, смены тенденции роста продаж и покупок акций на их сокращение в связи с повышением спроса на доллары.

Вексельный рынок в анализируемый период сохранял относительную стабильность, так как несмотря на сокращение количества заявок на покупку векселей, снижения их котировок не наблюдалось. Продавцы поддерживали уровень предложения, а покупатели не проявляли большой активности. В результате произошло некоторое падение ликвидности рынка долговых обязательств. В итоге можно сделать вывод о неустойчивом равновесии рынка векселей, зависящего от динамики курса доллара. Приоритет на рынке векселей имели векселя Сбербанка России, РАО “Газпром”, ОАО “Межрегионгаз”, “Мосводоканал”, “Курская АЭС”. Меньший уровень доходности имели “короткие” векселя со сроком погашения через 1—2 месяца, а самыми доходными были “длинные” — со сроком погашения более одного года. Векселя торговались с доходностью от 20 до 57% годовых.

#### **7.4. Основные методы конъюнктурного анализа**

Основными методами изучения конъюнктуры биржевого рынка являются: 1) мониторинг, или текущее наблюдение; 2) статистический анализ; 3) фундаментальный анализ; 4) технический анализ; 5) рейтинговый анализ; 6) экспертный анализ. Конъюнктура оценивается с помощью системы показателей. Отбор показателей для оценки конъюнктуры производится с учетом целей анализа и особенностей избранного метода. Показатели должны отражать на каждый данный момент направление и степень изменения характеристик рынка ценных бумаг по сравнению с предшествующим периодом.

*Текущее наблюдение (мониторинг)* основано на фиксации любых сведений, происходящих на рынке ценных бумаг. Аналитик изучает сообщения средств массовой информации, мнения специалистов, биржевые бюллетени, события экономической и политической жизни, которые имеют отношение или могут оказать какое-либо воздействие на развитие рынка ценных бумаг.



Например, в 1997 г. по данным мониторинга было установлено, что биржевой оборот России вырос по сравнению с 1996 г. почти в 2 раза. В структуре биржевого оборота преобладали операции с государственными ценными бумагами. На сделки с корпоративными акциями и облигациями приходилось около 1% оборота. В общем биржевом обороте наибольший удельный вес составляли биржи Центрального экономического района — 91,4%. По обороту облигаций займов субъектов Федерации лидировали биржи Северо-Западного района — 89% общего оборота.

*Статистический анализ* изучает средние цены, минимальные и максимальные цены покупки и продажи, количество сделок по видам ценных бумаг, средние объемы сделок, фондовые индексы. Фондовые индексы справедливо считают основными индикаторами российского финансового рынка. Наиболее значимыми из них являются фондовые индексы “Интерфакс-РТС”, сводный фондовый индекс ММВБ. Определение сводных фондовых индикаторов (bench marks) создает дополнительные экономические ориентиры для участников финансового рынка, способствует эффективному ценообразованию на этом рынке.

*Фундаментальный анализ* — это традиционный экономический анализ. Он основан на следующем принципе: любой экономический фактор, снижающий предложение или увеличивающий спрос на товар, ведет к повышению цены, и, наоборот, любой фактор, увеличивающий предложение и уменьшающий спрос на товар, как правило, приводит к накоплению запасов и снижению цены. На этой основе прогнозируется цена, которая, исходя из прошлого опыта, соответствует данному соотношению спроса и предложения. В последнее время фундаментальный анализ осуществляется с применением моделей развития рынка, которые могут включать в себя до нескольких тысяч показателей.

*Технический анализ* — специфический экономический внутренний анализ, наиболее широко используемый на биржах. Он применяется для более всестороннего исследования колебаний цен. Технический анализ изучает динамику соотношения спроса и предложения, т.е. прежде всего сами ценовые изменения. Его часто называют графическим анализом, или чартизмом (от англ. chart — график), поскольку он основан на построении различных видов диаграмм, графиков, изучении показателей открытых позиций и объема торговли, а также других факторов. Технический анализ может быть использован для:

- установления основных тенденций развития биржевого рынка ценных бумаг на основе изучения динамики цен, зафиксированной на графиках;
- прогнозирования изменения цен;

- определения времени открытия и закрытия позиции.

**Рейтинговый анализ** предполагает составление рейтингов (ранжированных по определенным признакам рядов) и определение на их основе места эмитента, инвестора, ценной бумаги на рынке ценных бумаг. (Более подробно методика рейтингового анализа рассматривается в теме 15.)

**Экспертный анализ** выполняется высококвалифицированным специалистом на заданную тему. Это может быть анализ отдельной проблемы или общий обзор. (Детальная характеристика экспертного анализа дана в теме 18.)

Все вышеназванные методы, как правило, основаны на следующей методике:

- установление границ и временных интервалов анализа;
- определение основных критериев;
- выявление основных событий анализируемого периода;
- оценка степени насыщения рынка;
- фиксация соотношения спроса и предложения;
- анализ индексов цен, объемов покупки и продажи;
- оценка состояния конкурентной среды;
- исследование причин роста или падения уровня цен, объемов спроса и предложения.

Обычно исследование проводится или по определенному сегменту рынка, или по сравнимым элементам рынка ценных бумаг и чаще всего не одним, а несколькими методами.

## **7.5. Особенности технического анализа конъюнктуры биржевого рынка**

Широкое использование технического анализа возможно на базе систематически публикуемой биржевой информации. Технический анализ основан на двух базовых положениях: 1) на рынке существуют *тренды*, т.е. устойчивое движение цен в одном направлении; 2) тренды сохраняются независимо от случайных колебаний, возникающих по тем или иным особым причинам.

**Графический анализ.** Используются следующие основные виды графиков:

- столбиковый, или штриховой;
- график “точка—крестик”;
- график скользящей средней.

Из двух первых видов графиков *столбиковый* наиболее широко применяется на фьючерсных рынках. Для специальных целей используются недельный, месячный и даже годовой столбиковые графики, но во фьючерсной торговле наиболее применим дневной график. В верхней части столбикового графика указывается вид кон-

тракта. На вертикальной оси задается шкала цен. На горизонтальной оси отмечаются отрезки времени — дни, недели, месяцы, причем каждый пятидневный период (торговая неделя) обычно отмечается более жирной вертикальной чертой. Для каждого дня наносятся высшая и низшая цены и цена закрытия (или расчетная цена). Вертикальная линия или столбик соединяет высшую и низшую цены. Короткая горизонтальная черта справа от столбика показывает цену закрытия. (Черта слева от столбика показывает цену открытия.)

График может также отражать объем торговли и открытую позицию. Объем торговли для каждого дня отмечается вертикальной чертой под горизонтальной осью в нижней части графика. Открытая позиция показывается прямой линией, которая соединяет точки, соответствующие значениям ежедневного объема открытой позиции также в нижней части графика. Открытая позиция и объем торговли фиксируются для всех контрактов соответствующего товара или финансового инструмента, а не только для месяца поставки, график которого представлен.

*График "точка—крестик"* позволяет как бы вести запись торгов в течение дня. На нем отражаются диапазон цен и последовательность заключения сделок. Точками (нулями) на диаграмме обозначаются тенденции снижения цен, а крестиком (X) — повышения цен. По вертикальной оси откладываются ценовые интервалы. Столбцы точек и крестиков располагаются вертикально. Каждый столбец заполняется последовательно, отражая соответствующее движение цены. Если цена колеблется и после отклонения возвращается в интервал, место которого в столбце уже занято, то в этом случае заполнение переносится в следующий столбец. Такой переход называется существенным сдвигом, или реверсировкой. На основе этого графика составляется прогноз о возможности изменения цены до того, как произойдет ее существенный сдвиг.

*Графики скользящей средней* используются не так часто, как два предыдущих, но являются дополнительным средством изучения рыночных тенденций. По горизонтальной оси откладывается время, по вертикальной — средняя переменная цена, которая представляет собой среднюю величину всех цен закрытия за рассматриваемый период. Этот график дает ценную информацию для подтверждения возможного обратного движения цен на рынке. Целесообразность длинной позиции будет сохраняться до тех пор, пока скользящая средняя цена имеет тенденцию к повышению, а короткой позиции соответственно — при понижающейся тенденции. Недостатком данных графиков является некоторая задержка проявления обратного изменения цен в сравнении с реальным состоянием рынка (что происходит из-за усреднения). Вместе с тем на них прослеживается взаимосвязь скользящей средней цены и цены

закрытия. При этом если линии цены закрытия и скользящей средней цены пересекаются, то это служит сигналом для закрытия соответствующих позиций.

**Тренды и линии трендов.** *Трендом* называются изменения цен, которые движутся вместе в определенном направлении. Повышательный тренд представляет собой серию подъемов и снижений цен при общем повышении их уровня. Понижательным трендом называется серия ценовых изменений, которые свидетельствуют об общем снижении уровня цен. Серия ценовых изменений, которые не характеризуются ростом или падением уровня цен, является бестрендовой (рынок движется в сторону или горизонтально).

Тренды обычно классифицируются по их длительности:

- ♦ основные (господствующие) тенденции — сохраняются более чем 6 месяцев;
- ♦ вторичные тренды — длятся 1—3 месяца;
- ♦ незначительные тренды — проявляются несколько недель или менее.

На графике тенденция ценовых изменений отражается *линией тренда*, которая является прямой, соединяющей две (или более) высшие (низшие) точки в серии ценовых столбиков. Линия повышательного тренда, которая имеет положительный наклон, соединяет две (или более) низшие точки, так что все цены находятся выше этой линии. Линия понижательного тренда имеет отрицательный наклон и соединяет две (или более) высшие точки так, что все цены находятся ниже этой линии. Хотя каждый тип линий тренда может быть построен с использованием только двух точек, по крайней мере еще одна точка нужна для подтверждения тренда.

Иногда цены изменяются в пределах ясно очерченного диапазона между линией, связывающей их высшие значения, и линией, связывающей их низшие значения. Такой тип движения цен называется *каналом*. Каналы являются техническим методом, который выявляет сигналы, когда цены превышают максимальный уровень в определенный период.

Линии трендов и каналы — наиболее простые инструменты технического анализа. В пределах тренда цены могут отклоняться и в противоположную сторону, т.е. они возвращаются назад на какое-то время, прежде чем вновь обозначат основное направление. Эти временные ценовые отклонения в противоположную сторону, называемые *возвратом*, или реверсом, делятся на три категории: 33; 50; 66%. Это означает, что минимальный возврат составляет примерно 33%, а максимальный — примерно 66%. Столкнувшись с такого рода ценовыми отклонениями в сильном тренде, аналитик должен ожидать возврата к первоначальному тренду в диапазоне от

33 до 50%. Если возврат превышает 66%, то это свидетельствует в пользу изменения тренда.

**Статистические методы.** В 1970-е годы в техническом анализе распространилась новая методология, которая не зависела столь сильно от субъективной интерпретации тенденций, являющейся ключевым методом традиционной техники анализа. Эти методы, известные под названием статистических, предполагают отслеживание объективных сигналов торговли, которые оставляют мало места интерпретации при принятии трейдером решения о покупке или продаже ценных бумаг. Среди таких методов различают метод скользящей средней и метод колебаний.

*Скользящие средние* — это один из наиболее разнообразных и широко используемых статистических индикаторов. Из-за легкости построения и доступности количественной оценки и проверки этот метод является базисом большинства аналитических систем, используемых в настоящее время. Скользящая средняя представляет собой среднюю цену с изменяющейся базой подсчета. Например, средняя 10-дневная цена представляет собой среднюю из цен последних 10 дней. Термин “скользящая цена” показывает, что каждый день берутся только последние 10 цен, т.е. ценовая база меняется каждый день.

Скользящая средняя является сглаживающим показателем. При усреднении цен маскируются их высшие и низшие значения, и основная тенденция рынка легче выявляется. Однако скользящая средняя отстает от текущей рыночной цены. Более короткая средняя цена, например 5-дневная, будет отражать ценовые изменения более точно, чем 40-дневная. Короткие средние цены более чувствительны к ежедневным колебаниям цен. Средняя цена за последние 10 дней отмечается на графике в соответствующий день вместе со столбиком дневного движения цены. Когда цена закрытия поднимается выше скользящей средней, то это сигнал на покупку. Сигнал на продажу дается, когда цена закрытия ниже скользящей средней.

В отличие от метода скользящих средних, который является методом исследования рыночных тенденций, *метод колебаний* — это способ выявления “перезакупленного” или “перезапроданного” рынка. Рынок считается “перезакупленным”, когда цены достигают некоторого верхнего предела в тренде и дальнейшее их повышение маловероятно. Система колебаний может основываться на отклонении цены от тренда, измеренном методом простой скользящей средней за 10 дней. Если рынок закрывается при цене выше скользящей средней на 2% и более, то рынок может считаться “перезакупленным” и требуется корректировка. А показатель около 2% и ниже скользящей средней цены свидетельствует о “перезапроданном” рынке.

**Объем торговли и открытая позиция.** Обычно цена рассматривается в качестве первичного индикатора, а объем торговли и открытая позиция — как вторичные индикаторы. *Объем торговли* представляет собой число контрактов, заключенных за определенный период. Обычно он включается в дневные графики, иногда в недельные, но не используется в месячных графиках. Каждая заключенная сделка увеличивает этот показатель. Пока сделки отсутствуют, показатель не меняется. Объем торговли считается индикатором, усиливающим ценовые тенденции. Высокий объем торговли показывает, что существующая тенденция имеет инерцию и, вероятно, сохраняется. Падение объема торговли может быть сигналом того, что тенденция теряет силу.

*Открытая позиция* есть общее число неликвидных контрактов на конец дня. Заключение сделки может увеличить этот показатель, сохранить без изменения или уменьшить. Открытая позиция как бы показывает приток денег на рынок и их отток с рынка. Когда она увеличивается, деньги притекают на рынок: новые продавцы открывают позиции с новыми покупателями. Это повышает вероятность того, что существующая тенденция сохранится. Уменьшающаяся открытая позиция отражает ликвидирующийся рынок и возможное изменение тенденции.

В табл. 7.1 дана интерпретация рынка по трем показателям (цена, объем торговли и открытая позиция).

**Таблица 7.1**  
**Интерпретация рынка ценных бумаг по показателям**

Цена	Объем торговли	Открытая позиция	Интерпретация рынка
Повышается	Повышается	Повышается	Прочный
Повышается	Снижается	Снижается	Ослабевающий
Снижается	Повышается	Повышается	Слабый
Снижается	Снижается	Снижается	Укрепляющийся

В таблице нашли отражение следующие принципы:

- объем торговли имеет тенденцию к увеличению, когда цены движутся в направлении тенденции. При повышательной тенденции объем торговли увеличивается при взлете цен и снижается при падении. При понижательной тенденции происходит обратное;
- противоположное сезонному увеличению открытой позиции при повышательной тенденции свидетельствует о растущем рынке: новые покупатели выходят на рынок. При понижательной тенденции увеличение открытой позиции есть результат деятельности “медведей”: продавцы уходят с рынка;

- при повышательной тенденции уменьшение открытой позиции указывает на рынок “медведей”. При понижательной тенденции уменьшение открытой позиции указывает на рынок “быков”.

В техническом анализе существует еще целый ряд методов, использующих теорию волн, теорию циклов и др., но ни один из методов не гарантирует эффективного результата.

Основными задачами технического анализа фондового рынка являются оценка силы текущего тренда в динамике торговли ценными бумагами и прогнозирование поворотных моментов. В этой связи часто возникает проблема распознавания достоверности новой волны (следует ли играть на бирже в этом направлении) или же предстоит возврат котировок в первоначальное положение. В классическом техническом анализе существуют три основных подхода к решению данной проблемы — дневное, объемное и процентное подтверждение истинности прорыва. Дневное подтверждение основано на предположении о том, что если определенное число дней после прорыва котировки продержались над уровнем поддержки (сопротивления), то прорыв — истинный. Объемное подтверждение состоит в том, что прорыв должен сопровождаться значительным объемом сделок, а при процентном — цены преодолевают определенный процентный уровень.

### **Контрольные вопросы**

1. Назовите основные характеристики конъюнктуры биржевого рынка ценных бумаг.
2. Какие организации должны изучать конъюнктуру биржевого рынка?
3. Кто имеет право заниматься конъюнктурным анализом биржевого рынка?
4. Назовите отличия технического и фундаментального анализа биржевого рынка.
5. Каковы основные принципы анализа конъюнктуры биржевого рынка?
6. Чем отличаются специальная и дифференцированная конъюнктура биржевого рынка?
7. Зачем нужно разрабатывать конъюнктурный прогноз развития биржевого рынка?

## **Проверочные задания**

1. Выберите правильное определение конъюнктуры биржевого рынка.

а) *Это соотношение спроса и предложения, складывающееся во время биржевых торгов.*

б) *Это определенное состояние биржевого рынка на данный момент времени.*

в) *Это совокупность признаков, характеризующих текущее состояние рынка в определенный период.*

2. Вставьте нужные слова в предложение.

*Конъюнктура биржевого рынка характеризуется как... (Слова для вставки: неустойчивая, динамичная, скачкообразная, неопределенная, волнообразная.)*

3. Какие методы из ниженазванных относятся к основным методам изучения конъюнктуры биржевого рынка?

*Факторный анализ, спектральный анализ, статистический анализ, экспертиза, экономико-математическое моделирование, графическое моделирование, программирование.*



## Тема 8

# ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

### План занятия:

1. Инвестиционная деятельность на фондовом рынке, ее задачи и функции.
2. Законодательные основы инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг.
3. Инвестиционный потенциал рынка ценных бумаг и его оценка.
4. Граждане как инвесторы.
5. Инвестиционная политика предприятий на рынке ценных бумаг.

### 8.1. Инвестиционная деятельность на фондовом рынке, ее задачи и функции

Фондовый рынок является частью финансового рынка и в условиях рыночной экономики выполняет ряд важнейших макро- и микроэкономических функций. Одной из наиболее важных функций рынка ценных бумаг является инвестиционная деятельность. *Инвестиционная деятельность* — это конкретные целенаправленные действия по привлечению, вложению и использованию инвестиций. *Инвестиции* — это вложение (помещение) капитала, изъятого из текущего потребления, с целью его приращения или сохранения. В структуре инвестиций выделяют: 1) прямые инвестиции (капитальные вложения); 2) финансовые (портфельные) инвестиции; 3) сбережения и накопления; 4) нематериальные инвестиции (табл. 8.1).

Таблица 8.1

Структура инвестиций

	Прямые инвестиции (капитальные вложения)	Финансовые (портфельные) инвестиции	Сбережения и накопления	Нематериальные инвестиции
Направление использования	Строительство Приобретение объектов недвижимости Реконструкция Капитальный ремонт Модернизация	Покупка ценных бумаг	Вклады в кредитные учреждения Вложения в пенсионные и страховые фонды Покупка золота Приобретение антиквариата	Приобретение лицензий, патентов, ноу-хау Покупка товарных знаков НИОКР Подготовка и переподготовка кадров

*Финансовые инвестиции* представляют собой вложения в акции, облигации, векселя, другие ценные бумаги и финансовые инструменты. Такие вложения сами по себе не дают приращения реального капитала, но способны приносить прибыль, в том числе спекулятивную, образуемую за счет курсовой разницы. Финансовые инвестиции не обеспечивают прироста основного и оборотного капитала, как капиталобразующие инвестиции (капитальные вложения), а выступают в основном как средство сбережения и накопления капитала. Покупка ценных бумаг не создает реального капитала, но деньги, вырученные в дальнейшем от продажи ценных бумаг, могут быть вложены в производство, строительство, другие отрасли народного хозяйства, использованы на приобретение основных фондов, пополнение оборотных средств. В этом случае финансовые инвестиции становятся реальными инвестициями.

Среди финансовых инвестиций выделяют так называемые *портфельные инвестиции*. В целях диверсификации вложений формируется портфель ценных бумаг. Под *портфелем ценных бумаг* понимается определенным образом подобранная совокупность ценных бумаг. (Подходы к формированию портфелей ценных бумаг рассматриваются в теме 16.) Различают финансовые инвестиции:

- спекулятивного характера — вложения в ценные бумаги с целью получения спекулятивной прибыли посредством купли-продажи ценных бумаг;
- накопительного (промежуточного) характера — вложения в финансовые инструменты, обращаемые в реальный капитал, т.е. в реальные инвестиции;
- портфельного характера — вложения, являющиеся способом диверсификации капитала в целях уменьшения риска и повышения доходности.

По целям инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг можно выделить следующие типы инвесторов:

- портфельные, которые стремятся сформировать портфель ценных бумаг;
- стратегические, основной целью которых является развитие выбранного направления деятельности на фондовом рынке;
- мелкие, интересы которых ограничены скромными финансовыми возможностями.

Потребность в инвестиционных ресурсах имеется постоянно. Это связано с необходимостью инвестирования капитала в развитие отраслей и предприятий. Инвесторы предпочитают вкладывать деньги прежде всего в самые прибыльные проекты. Инвестиции в ценные бумаги не всегда являются высокоприбыльными. Это вызывает некоторые трудности в массовом привлечении инвестиций на рынок ценных бумаг. Негативное влияние оказывает и печально извест-

ный опыт финансовых “пирамид” типа МММ. С другой стороны, доходность вложений в некоторые ценные бумаги весьма значительно превышает уровень доходности в иные финансовые инструменты.

Можно выделить следующие основные *задачи инвестиционной деятельности* на рынке ценных бумаг:

1) регулирование инвестиционных потоков. Через рынок ценных бумаг в последнее время в основном осуществляется перелив капитала в отрасли, обеспечивающие наибольшую рентабельность вложений;

2) обеспечение массового характера инвестиционного процесса. Юридические и физические лица, имеющие необходимые денежные средства, могут свободно приобретать ценные бумаги;

3) отражение происходящих и прогнозируемых изменений в политической, социально-экономической, внешнеэкономической и других сферах жизни общества через изменение фондовых индексов;

4) определение направлений инвестиционной политики предприятий путем моделирования различных вариантов вложений в ценные бумаги;

5) формирование отраслевой и региональной структуры народного хозяйства путем регулирования инвестиционных потоков. Приобретая ценные бумаги определенных предприятий, размещенных на конкретных территориях, инвестор вкладывает деньги в их развитие. Предприятия, ценные бумаги которых не пользуются спросом, не имеют возможности привлечь необходимые инвестиции;

6) реализация государственной структурной политики. Приобретая акции особо важных предприятий, финансируя их развитие, государство поддерживает общественно значимые, приоритетные отрасли;

7) осуществление государственной инвестиционной политики. Посредством рынка государственных ценных бумаг государство воздействует на объем денежной массы, поддерживает баланс государственного бюджета или регулирует размер его дефицита.

## **8.2. Законодательные основы инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг**

Инвестиционная деятельность на рынке ценных бумаг осложнена отсутствием специального законодательства по ее регулированию. Федеральный закон “Об инвестиционной деятельности в РСФСР” (в редакции 1995 г.) регулирует инвестиционную деятельность в целом, не учитывая специфических особенностей рынка

ценных бумаг. Согласно этому закону в качестве инвесторов могут выступать:

- органы, уполномоченные управлять государственным и муниципальным имуществом или имущественными правами;
- граждане;
- предприятия, предпринимательские объединения и другие юридические лица;
- иностранные физические и юридические лица;
- государства и международные организации.

Допускается объединение средств инвесторов для осуществления совместного инвестирования. Инвесторы имеют равные права на осуществление инвестиционной деятельности. Они самостоятельно определяют объемы, направления, размеры и эффективность инвестиций. Инвестиционная деятельность может осуществляться за счет:

- ♦ собственных финансовых ресурсов;
- ♦ заемных финансовых средств;
- ♦ привлеченных финансовых средств;
- ♦ иностранных инвестиций.

Государство гарантирует защиту инвестиций, в том числе и иностранных. При этом инвесторам обеспечиваются равноправные условия деятельности, исключающие применение мер дискриминационного характера, которые могли бы препятствовать управлению и распоряжению инвестициями.

Федеральный закон “О рынке ценных бумаг”, как и “Концепция развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации”, утвержденная Указом Президента РФ от 1 июля 1996 г., не содержат положений по регулированию инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг. Такие отдельные положения приведены в Указе Президента РФ “О защите прав инвесторов” от 4 ноября 1996 г., Постановлении Правительства РФ “О государственной программе защиты прав инвесторов на 1998—1999 годы” от 17 июля 1998 г. и Федеральном законе “О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг” от 15 марта 1999 г.

Указ Президента РФ “О защите прав инвесторов” был издан в целях защиты интересов частных инвесторов — физических и юридических лиц на финансовых рынках и обеспечения ответственности эмитентов ценных бумаг перед потенциальными инвесторами. В соответствии с этим указом все выпуски ценных бумаг с публичным размещением подлежат обязательной государственной регистрации в соответствии с законодательством РФ. Юридические лица могут осуществлять привлечение денежных средств граждан и организаций (инвесторов) на условиях срочности, возвратности и платности. Круг потенциальных инвесторов не ограничивается, и их персо-

нальный состав не может быть заранее определен. Привлечение средств возможно при наличии соответствующей лицензии, предусмотренной законодательством РФ для банков и кредитных учреждений, страховых компаний и инвестиционных институтов.

В случае опубликования эмитентом заведомо недостоверных сведений при проведении рекламной кампании выпускаемых им ценных бумаг орган, зарегистрировавший соответствующий проспект эмиссии, вправе в установленном порядке аннулировать регистрацию выпуска ценных бумаг. При этом убытки по расчетам с инвесторами относятся на счет эмитента. Эмитент обыкновенных акций или их продавец не могут обещать или предоставлять гарантии определенного размера дивидендов либо роста курсовой стоимости акций.

Постановление Правительства РФ “О государственной программе защиты прав инвесторов на 1998—1999 годы” содержит конкретные мероприятия по защите прав инвесторов. В нем отмечается, что защита прав инвесторов должна основываться на решении следующих основных задач:

- совершенствование законодательства РФ и его исполнения;
- создание компенсационных схем защиты прав инвесторов и развитие страхования;
- совершенствование системы раскрытия информации;
- развитие инфраструктуры финансового рынка;
- оптимизация налогообложения инвестиций.

В постановлении подчеркивается, что защита прав инвесторов должна являться приоритетным направлением социально-экономической политики государства. Решение проблемы привлечения инвестиций, улучшения инвестиционного климата требует реализации комплекса мер правового, финансово-экономического и организационного характера. Защита инвесторов должна обеспечиваться путем создания четкой правовой базы фондового рынка, которая должна включать комплекс норм, регулирующих деятельность субъектов рынка, различные типы правовых отношений, возникающих между ними, их взаимные права, обязанности, ответственность, функции и полномочия регулирующих органов. Комплексный подход к защите прав инвесторов предусматривает:

- ♦ наделение регулирующих органов четкими полномочиями по применению санкций к нарушителям законодательства;
- ♦ четкое определение в законодательстве оснований для частных исков инвесторов и установление эффективных механизмов защиты — групповых, коллективных исков, стимулирующих инвесторов к самостоятельной защите своих прав.

Одно из основных направлений совершенствования исполнения законодательства о защите прав инвесторов — расширение пол-

номочий Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг РФ и ее региональных отделений, а также создание иных эффективных механизмов защиты прав инвесторов. Существуют два варианта создания страховых и компенсационных схем защиты интересов инвесторов в России:

1) защита интересов инвесторов путем формирования специальных фондов за счет взносов профессиональных участников рынка. Эти фонды основываются на принципах взаимного страхования профессиональной ответственности и находятся в распоряжении саморегулируемых организаций. Фонды производят компенсационные выплаты в случае нанесения ущерба инвесторам;

2) разработка компенсационной схемы путем создания общероссийской системы защиты имущественных интересов инвесторов. Система обеспечивает компенсационные выплаты клиентам профессиональных участников рынка ценных бумаг на основе единых принципов.

В целом решение проблемы защиты инвесторов путем страхования и создания компенсационных схем требует разработки отдельной программы страхования рисков инвесторов на рынке ценных бумаг, предусматривающей комплекс долгосрочных мероприятий по созданию системы страхования рисков и компенсации инвесторам ущерба от противоправных действий на рынке ценных бумаг, а также подготовки законов и иных нормативно-правовых актов. Одним из основных условий привлечения инвестиций является получение инвесторами достоверной информации об организациях с целью анализа и выбора объектов инвестиций. Для того чтобы инвестиционный потенциал российских организаций был реализован в полной мере, необходима перестройка процедуры подготовки и раскрытия информации, в том числе финансовой. При этом должно быть создано единое информационное пространство в масштабе страны. Раскрытие информации должно включать в себя получение инвесторами сведений не только об эмитентах, но также о профессиональных участниках рынка ценных бумаг.

Главной целью Федерального закона «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» является обеспечение государственной и общественной защиты прав и интересов инвесторов, и прежде всего граждан. В соответствии с законом запрещается совершение любых сделок с размещенными на рынке ценными бумагами до регистрации отчета об итогах их выпуска и их полной оплаты. Закон обязателен для исполнения коммерческими и некоммерческими организациями, индивидуальными предпринимателями и физическими лицами. В случае выявления нарушений прав и законных интересов инвесторов со стороны профессиональных участников рынка или в случае, если совершаемые ими

действия создают угрозу правам и законным интересам инвесторов ФКЦБ России вправе ограничить проведение отдельных операций, профессиональных участников рынка на срок до шести месяцев. За эти нарушения законом предусмотрены значительные штрафы.

### **8.3. Инвестиционный потенциал рынка ценных бумаг и его оценка**

*Инвестиционный потенциал* рынка ценных бумаг — это совокупность инвестиций, необходимых для операций с ценными бумагами и развития инфраструктуры этого рынка. Инвестиционный потенциал формируют инвестиции государства, граждан, хозяйствующих субъектов, нерезидентов. Его уровень определяется совокупным предложением временно свободных финансовых ресурсов, которые могут быть вложены в развитие рынка ценных бумаг. Уровень инвестиционного потенциала оценивается системой показателей, среди которых наиболее важными являются инвестиционный климат региона, структура потребностей в инвестициях и инвестиционные возможности отдельных инвесторов.

*Инвестиционный климат* характеризуется следующими параметрами: 1) наличие потенциальных инвесторов (государство, юридические и физические лица); 2) имеющиеся источники инвестиций (внутрирегиональные и внешние); 3) виды инвестиций (имущественные, финансовые и нематериальные). Он зависит от объективных возможностей страны или региона (инвестиционного потенциала) и условий деятельности инвесторов (инвестиционного риска). Для принятия решений инвестор не должен ограничиваться рассмотрением только инвестиционного потенциала или только рисков. Регион может быть первоклассным с точки зрения инвестиционного потенциала (например, там есть сырьевые, материальные и трудовые ресурсы), но если политическая обстановка в этом регионе нестабильна или сильно загрязнена окружающая среда, то на инвестиции мало кто решится. И наоборот, регион может быть идеален с позиции инвестиционного риска, но делать там инвестору нечего в силу отсутствия необходимой сырьевой базы и квалифицированной рабочей силы.

Инвестиционный потенциал страны или региона складывается как сумма объективных предпосылок для инвестиций, зависящая как от наличия и разнообразия сфер и объектов инвестирования, так и от их экономического “здоровья”. Его оценка должна учитывать основные макроэкономические показатели, наличие факторов производства (природных ресурсов, рабочей силы, основных фондов, инфраструктуры и т.п.), уровень потребительского спроса населения и др. Успех любого инвестиционного проекта напрямую

зависит от умения предвидеть и минимизировать негативные факторы, связанные с его реализацией. В целом по уровню безопасности бизнеса Россия относится к числу наименее благоприятных стран в мире. Это обусловлено не только политической и экономической нестабильностью в стране, но и специфическими особенностями рынка ценных бумаг. Рынок ценных бумаг России характеризуется как нестабильный, находящийся в стадии становления.

*Структура потребностей в инвестициях* определяется общим спросом, т.е. объемом необходимых вложений в ценные бумаги. Этот объем оценивается на основе прогнозирования тенденций развития рынка ценных бумаг.

*Инвестиционные возможности отдельных инвесторов* зависят от ряда факторов. Например, возможности иностранных инвесторов, или нерезидентов, во многом зависят от общей стабильности политической и экономической ситуации в стране. Финансовый кризис в августе 1998 г. прервал долгосрочную тенденцию роста портфельных иностранных инвестиций в российские ценные бумаги. В настоящее время привлечение прямых иностранных инвестиций ограничено низкой инвестиционной привлекательностью многих российских предприятий, поскольку их уровень управления, организации бухгалтерского учета и сбыта, а также методы работы на рынке не соответствуют современным требованиям. Вместе с тем сохранились объективные предпосылки возвращения иностранных инвесторов на российский фондовый рынок и увеличения объема их вложений. По мере нормализации обстановки приток инвестиций будет зависеть от развития институтов финансового рынка, способности банковской системы и рынка ценных бумаг мобилизовать внутренние и внешние ресурсы. Прогнозируется приток иностранных инвестиций на рынок корпоративных и муниципальных долговых финансовых инструментов. Ожидается рост объема заимствований в форме выпуска облигаций, векселей, закладных и ипотечных ценных бумаг.

В последнее время растет интерес к рынку акций. У многих банков, иностранных инвесторов, отдельных деловых людей появилось желание вкладывать деньги в ценные бумаги конкретных предприятий. Этому способствовало снижение активности на валютном и кредитном рынках, рынке государственных ценных бумаг. В результате часть инвесторов обратила внимание на рынок акционерного капитала. Акционерные общества, стремящиеся осуществлять инвестиционные проекты, все чаще привлекают инвесторов, проводя дополнительную эмиссию акций.



## 8.4. Граждане как инвесторы

Граждане являются одной из наиболее перспективных групп инвесторов на рынке ценных бумаг. Это группа инвесторов имеет ряд преимуществ: свобода выбора объекта инвестирования, мобильность, наличие временно свободных финансовых ресурсов. Одновременно граждане как инвесторы имеют и ряд недостатков: большая зависимость от общественного мнения, относительно низкие инвестиционные возможности, стремление получить обязательные гарантии вложений. К способам мобилизации инвестиций граждан можно отнести следующие факторы:

1. Развитие системы гарантирования обязательств по ценным бумагам. Появление на финансовом рынке облигаций российских эмитентов, имеющих за счет гарантий нерезидентов более высокий рейтинг по сравнению с государственными ценными бумагами и вкладами в коммерческие банки, может оказаться решающим фактором роста внутренних частных инвестиций в российскую экономику и сокращения “омертвленной” части сбережений населения. Размер страховой премии в любом случае будет ниже процентных платежей, вывозимых из страны при обслуживании еврооблигационных займов. Доход по таким облигациям будет оставаться внутри страны, улучшая сальдо платежного баланса. Данная схема ориентирована на внутренние частные инвестиции, что будет способствовать снижению зависимости российской экономики от внешнего финансирования, подверженного значительным резким колебаниям.

2. Размещение на внутреннем рынке инвестиционно привлекательных конвертируемых облигаций на условиях их добровольной конвертации в акции наиболее крупных и известных российских компаний — “голубых фишек”.

3. Активизация вторичного рынка акций. Уровень сбережений населения существенно дифференцирован,  $\frac{3}{4}$  общей суммы накоплений сконцентрированы у 5% населения. Привлечение средств наиболее состоятельных и, по-видимому, более инвестиционно мобильных групп населения может обеспечить успех размещения финансовых инструментов.

В настоящее время инвестиции населения в ценные бумаги выступают в роли “рискованной части портфеля”, тогда как наличные доллары составляют его основную часть. Радикальное снижение реальной доходности доступных населению финансовых инструментов с фиксированным доходом может надолго законсервировать и даже ухудшить ситуацию. Развитию рынка ценных бумаг будет способствовать принятие соответствующих мер институтами государственной власти, Центральным банком, ФКЦБ, Министерством

финансов и Мингосимуществом России. Упор должен делаться не только на развитие институтов коллективного инвестирования, но и на создание инфраструктуры для осуществления прямых инвестиций физических лиц в ценные бумаги. Частному инвестору должен быть предоставлен широкий выбор финансовых инструментов с различным уровнем доходности, ликвидности и риска.

Интерес населения к фондовому рынку после крушения финансовых “пирамид” в 1994 г. постепенно возрастает. Намечился рост доли ценных бумаг в структуре денежных накоплений физических лиц. По данным Госкомстата РФ, к ноябрю 1997 г. удельный вес вложений физических лиц в ценные бумаги составлял около 10% от всех рублевых накоплений. Происходил процесс перелива вкладов граждан из коммерческих банков на рынок ценных бумаг. Только с августа по октябрь 1997 г. вклады населения в коммерческие банки сократились на 5,5 трлн. руб. при росте вложений в ценные бумаги на 4,6 трлн. руб. На начало ноября 1997 г. вложения физических лиц в ценные бумаги составляли почти 19% от суммарного объема депозитов населения в коммерческих банках. Указанные тенденции четко прослеживались до августовского кризиса 1998 г.

Для привлечения инвесторов на российский рынок требуются целенаправленные усилия государства по их защите. На российском рынке инвестор, особенно мелкий, не является главным действующим лицом. Гражданин как инвестор более уязвим, чем эмитент или посредник. В системе управления рынком ценных бумаг предстоит выработать общие стандарты защиты интересов граждан как инвесторов. Эти стандарты должны регулировать отношения между инвестиционными компаниями, фондами и их клиентами, а также между эмитентами и инвесторами. К таким стандартам относятся:

- обеспечение постоянного доступа потенциальных инвесторов к информации об эмитентах и их ценных бумагах;
- раскрытие информации для потенциальных инвесторов о существенных условиях сделок;
- контроль за наличием лицензий и необходимой профессиональной подготовки персонала инвестиционных компаний и фондов.

## **8.5. Инвестиционная политика предприятий на рынке ценных бумаг**

*Инвестиционная политика предприятий* — это определенный порядок и способы привлечения инвестиций. Эта политика проводится с учетом финансовой стратегии и тактики хозяйствующего субъекта. Многие проблемы инвестирования могут быть решены с помощью выпуска ценных бумаг. Путем выпуска акций и облигаций при-

влекаются инвестиции и обеспечивается возможность финансирования инвестиционных проектов. Векселя временно разрешают проблему привлечения необходимых инвестиций и используются в расчетах вместо денег.

Распространенным способом привлечения инвестиций выступает публичная, открытая продажа акций акционерными компаниями (обществами). Такая продажа может осуществляться как непосредственно самими акционерными компаниями, так и через инвестиционные фонды. Акции могут приобретать инвестиционные банки. Продажа акций дает возможность значительно расширить капитал компании, если акции пользуются спросом на рынке ценных бумаг. В то же время в результате продажи акций происходит их “распыление”, увеличение числа лиц, обладающих имущественными правами, правом управления, получения дивидендов.

Выработкой инвестиционной политики предприятия обычно занимаются финансовый директор, финансовые (реже инвестиционные) менеджеры. Эта политика связана с поиском инвестиционно привлекательных ценных бумаг. Инвестиционная привлекательность акций в основном обусловлена возможностью получения дивидендов, ожиданием роста курсовой стоимости и теми имущественными правами, которыми обладают акционеры. С другой стороны, форма акций привлекательна и для эмитентов, так как акционерное общество лишь в отдельных случаях обязано выкупать обратно свои акции. Привилегированные акции на российском рынке на 40—50% дешевле обыкновенных, хотя они должны оцениваться инвесторами выше по причине фиксированного процентного дохода. Это связано с тем, что привилегированные акции обычно менее ликвидны (у акционерного общества меньше привилегированных акций, чем обыкновенных), а также тем, что привилегированные акции первоначально распределяются среди работников предприятия.

Инвестиционные возможности облигаций тесно связаны со спецификой данных ценных бумаг. Доход по облигациям обычно ниже, чем по акциям, но он более надежен, так как в меньшей степени зависит от ситуации на рынке и циклических колебаний в экономике. Облигации выпускаются с целью привлечения дополнительных средств для проведения каких-либо мероприятий, способствующих увеличению прибыли или объема производства товаров. Средства от продажи облигаций государственных займов используются для покрытия дефицита государственного бюджета. Облигации имеют право выпускать только юридические лица.

При покупке конвертируемых облигаций инвестор становится акционером компании, а затем получает купонный доход. Приемлемый уровень доходности конвертируемых облигаций определяется как уровнем риска конкретной акции, так и курсом предстоя-

щей конвертации. Чем больше риск, тем выше процент. Так, для облигаций нефтяной компании “Лукойл”, размещенных в апреле 1997 г. проценты в валюте составили 35% годовых.

Стимулируя мобилизацию капиталов, фондовый рынок обеспечивает перераспределение свободных денежных средств между различными сферами, отраслями экономики в пользу перспективных, развивающихся производств. Инвестор вкладывает деньги с целью получения дохода, который могут обеспечить только рентабельные предприятия. В свою очередь, финансовые инвестиции в определенную отрасль сопровождаются расширением производства, ростом прибыльности. Рынок финансовых активов способствует, таким образом, формированию эффективной, динамичной экономики.

О возможных уровнях дохода и риска инвестиций в ценные бумаги различных промышленных предприятий можно судить на основе анализа текущей рыночной конъюнктуры. Например, ожидаемую доходность можно сопоставить с текущим уровнем среднеотраслевой рентабельности. Другим фактором, определяющим возможный рост стоимости акций, является отраслевая специфика.

Акции развивающихся отраслей и отраслей, возникающих на основе внедрения новейших технологий (телекоммуникации, производство программного обеспечения, издательский бизнес), — одно из наиболее доходных вложений капитала. Для традиционных отраслей, таких, как автомобильная промышленность, металлургия и ряда других, развивающихся циклически (промышленный рост при подъеме экономики и снижение объема производства при экономическом спаде), определяющим фактором является выбор времени покупки и продажи акций (покупка в низшей точке и продажа на пике деловой активности). Для защищенных, т.е. устойчивых к экономическому спаду отраслей (например, табачная и пищевая промышленность) целесообразность инвестиций будет определяться перспективами роста компаний, а также уровнем недооценки активов.

Анализ недооценки активов, как и выявление скрытых активов компании, во многом требует детального ознакомления с финансовой и производственной деятельностью предприятия. Поэтому здесь более приемлем подход, основанный на определении рыночной стоимости активов (производственных мощностей) и их оценке относительно аналогичных показателей развитых рынков. В качестве оценки степени риска инвестиций можно выбрать уровень ожидаемого рыночного дохода от инвестиций. Более подробно вопросы оценки инвестиционного риска на рынке ценных бумаг рассматриваются в теме 15.

## **Контрольные вопросы**

1. Какие законодательные акты регулируют инвестиционную деятельность на рынке ценных бумаг в России?
2. Чем отличаются различные виды инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг?
3. В чем состоят основные цели граждан как инвесторов?
4. От чего зависит инвестиционная активность на рынке ценных бумаг?
5. Каковы основные задачи развития инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг?

## **Проверочные задания**

1. Выберите правильное определение.
  - а) *Инвестиционная деятельность — это работа по гарантированному финансированию развития рынка ценных бумаг.*
  - б) *Инвестиционная деятельность — это вложение капитала в различные виды ценных бумаг.*
  - в) *Инвестиционная деятельность — это совокупность практических действий по реализации инвестиций.*
2. Закончите предложение.  
*Инвестиционный цикл включает в себя следующие стадии...*
3. Вычеркните ненужное.  
*Инвестиционная деятельность на рынке ценных бумаг может осуществляться за счет: собственных средств инвестора, заемных средств, привлеченных финансовых ресурсов, иностранных инвестиций.*

## Тема 9

# ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ И КОМПАНИИ КАК УЧАСТНИКИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

---

### План занятия:

1. Общая характеристика инвестиционных компаний и фондов.
2. Основы деятельности инвестиционных фондов, их виды.
3. Особенности деятельности паевых инвестиционных фондов.
4. Организация деятельности и техника операций инвестиционных институтов на рынке ценных бумаг.
5. Анализ деятельности инвестиционного фонда (компания).

### 9.1. Общая характеристика инвестиционных компаний и фондов

Инвестиционные компании и фонды — это организации, осуществляющие коллективные инвестиции в ценные бумаги. Они выпускают и продают собственные ценные бумаги в основном мелким индивидуальным инвесторам, на вырученные средства покупают ценные бумаги предприятий и банков и обеспечивают своим вкладчикам доход по акциям. По сути дела, они управляют средствами своих акционеров, поэтому иногда называются *инвестиционными трастами*. Инвестиционные компании и фонды играют важную роль в инвестиционном процессе, так как концентрируют значительные средства мелких вкладчиков, направляемые, как правило, на развитие производства. Поэтому они пользуются поддержкой со стороны государства.

Отличие инвестиционных компаний от инвестиционных фондов достаточно условно и зависит от особенностей законодательства страны. В российской хозяйственной практике эти два инвестиционных института отличаются друг от друга по характеру деятельности. *Инвестиционная компания* занимается организацией выпуска ценных бумаг и их размещением, вложением средств в ценные бумаги, а также их куплей-продажей от своего имени и за свой счет. Ресурсы инвестиционных компаний формируются за счет средств учредителей и эмиссии собственных ценных бумаг, которые могут продаваться только юридическим лицам. *Инвестиционный фонд* осуществляет выпуск акций с целью мобилизации денежных средств инвесторов и их вложение от имени фонда в ценные

бумаги, а также на депозитные счета. Другими видами деятельности инвестиционный фонд заниматься не имеет права.

В зарубежных странах используются иные подходы. Например, в Германии инвестиционные компании отличаются от фондов не столько функциями, сколько масштабами. Инвестиционные компании здесь в большинстве своем являются дочерними компаниями банков и не располагают собственным крупным капиталом. Согласно уставу они не могут приобретать контрольные пакеты акций предприятий. Участие в капитале со стороны инвестиционной компании носит чаще всего пассивный характер. Это так называемое финансовое участие, продолжающееся в течение многих лет без активного вмешательства в деятельность предприятия.

Германские инвестиционные фонды, напротив, представляют собой самостоятельные финансовые институты, располагающие значительным капиталом, привлекающие как индивидуальных, так и институциональных инвесторов. Часто фонды приобретают 60—80% капитала интересующих их предприятий и активно управляют ими в течение нескольких лет. Затем фонды продают свою долю другим инвесторам непосредственно или через фондовую биржу, реализуя с максимальной выгодой возросшую за прошедший период стоимость предприятий.

Инвестиционные компании и фонды как организации коллективных инвестиций в ценные бумаги имеют особенно важное значение в странах, где много мелких потенциальных инвесторов. Это относится и к России. Инвестиционная компания может формировать свои ресурсы только за счет собственных средств и эмиссии ценных бумаг. Эти ценные бумаги могут продаваться лишь юридическим лицам, привлекать средства населения инвестиционной компании не разрешается. Инвестиционные компании в России могут создаваться в любой организационно-правовой форме, допускаемой законодательством. У инвестиционных фондов указанное ограничение на источники формирования ресурсов отсутствует. Они могут формировать свои ресурсы за счет средств населения. Вместе с тем они могут быть созданы лишь в одной организационно-правовой форме — акционерного общества открытого типа.

Деятельность инвестиционных компаний и фондов подлежит лицензированию. В настоящее время лицензирование деятельности инвестиционных фондов и компаний осуществляет ФКЦБ России. Устанавливается минимальная величина их собственного капитала. В штате инвестиционной компании или фонда должны быть специалисты, имеющие квалификационные аттестаты на право совершения операций с ценными бумагами. Инвестиционные компании и фонды путем выпуска собственных акций привлекают денежные средства, которые затем вкладывают в ценные бумаги промышлен-

ных и других предприятий. Иными словами, за счет приобретения ценных бумаг они осуществляют финансирование различных сфер экономики.

Инвестиционный фонд привлекает средства многих мелких инвесторов, объединяя их и вкладывая от своего имени в крупные пакеты акций. Следовательно, инвестиционный фонд является крупным инвестором в отличие от инвестиционной компании, выступающей в первую очередь в роли финансового посредника между эмитентами и инвесторами при первичном размещении ценных бумаг. Если инвестиционная компания работает в основном с юридическими лицами, то инвестиционный фонд — и с юридическими, и с физическими лицами. Инвестиционный фонд не может заниматься иными видами деятельности, а инвестиционная компания может работать также в качестве инвестиционного консультанта и финансового брокера.

Наиболее успешно инвестиционные компании и фонды функционируют в США, Канаде, Англии и Японии. 80% их активов составляют акции. Обычно инвестиционные компании специализируются по направлениям вложений. Одни концентрируют инвестиции в обыкновенных акциях, другие — в облигациях. Кроме того, существует отраслевая специализация, когда компании приобретают ценные бумаги только железнодорожных или машиностроительных, или автомобильных предприятий.

Первые инвестиционные компании и фонды появились в России в 1992 г. после выхода в свет нормативного документа, регламентирующего их деятельность — “Положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР”, утвержденного Постановлением Совета Министров РСФСР от 28 декабря 1991 г. В конце 1993 г. в России было 30 инвестиционных компаний и фондов, примерно столько же организаций, совмещающих лицензию инвестиционной компании с лицензией финансового брокера или инвестиционного консультанта, и около 250 инвестиционных компаний, имеющих одновременно лицензии финансового брокера и инвестиционного консультанта.

Первые инвестиционные компании и фонды учреждены товарными биржами и другими коммерческими структурами. Кроме того, в числе учредителей инвестиционных компаний и фондов часто фигурируют банки, предприятия нефтегазового комплекса, лесной и деревообрабатывающей промышленности, металлургии, крупнейшие НИИ оборонного комплекса. В числе первых инвестиционных компаний и фондов — “НИПЕК”, “РИНАКО”, “Сибирь”, “Азия-инвест” и др. Характерной особенностью российского инвестиционного рынка является стремительное образование крупных финансовых групп, являющихся учредителями многих инвестицион-



ных компаний и фондов и объединенных через участие в капитале. Такие финансовые группы имеют в своей структуре не только инвестиционные компании и фонды, но и банки, торговые дома, производственные акционерные общества, страховые компании и биржи.

## **9.2. Основы деятельности инвестиционных фондов, их виды**

Инвестиционные фонды имеют определенные целевые установки в осуществлении инвестиционной деятельности и в соответствии с этим строят свою стратегию. В зарубежной практике существует множество разновидностей инвестиционных фондов.

В России деятельность инвестиционных фондов регламентируется Указом Президента РФ “О мерах по организации рынка ценных бумаг в процессе приватизации государственных и муниципальных предприятий” от 7 октября 1992 г. (Приложения № 1—3), Указом Президента РФ “Об использовании приватизационных чеков в целях социальной защиты населения” от 26 октября 1992 г., Письмом Министерства финансов РФ “О лицензировании деятельности на рынке ценных бумаг в качестве инвестиционных фондов и лицензировании деятельности управляющих инвестиционными фондами” от 2 декабря 1992 г.

Основная деятельность инвестиционного фонда — выпуск акций, их продажа и вложение мобилизованных средств в другие ценные бумаги, приносящие доход. Таким образом, цель инвестиционного фонда — обеспечение доходности вложений и приращение вложенных средств. Учредителями и акционерами инвестиционных фондов могут быть физические и юридические лица, кроме ряда организаций (комитетов по управлению имуществом, фондов имущества и др.). В отличие от инвестиционных компаний у инвестиционных фондов отсутствует ограничение на источники формирования ресурсов. Они могут формировать свои ресурсы за счет средств населения. Инвестиционные фонды могут создаваться лишь в форме акционерного общества открытого типа.

Российские инвестиционные фонды имеют ряд особенностей организации и функционирования. Инвестиционный фонд — это акционерное общество, которое занимается эмиссией собственных акций и их продажей всем желающим, включая население, и одновременно вкладывает собственные и привлеченные средства в ценные бумаги других эмитентов. Инвестиционные фонды бывают двух типов — обычные и чековые, или инвестиционные фонды приватизации.

**Чековые инвестиционные фонды.** В ходе приватизации в России создаваемые *чековые инвестиционные фонды* (ЧИФы) скупали при-

ватизационные чеки у населения и вкладывали их в акции различных предприятий. Чековые инвестиционные фонды были универсальными или узкоспециализированными. Первые покупали акции разных предприятий, а вторые — только строго определенных. Таким образом, ЧИФы способствовали возникновению отраслевых финансово-промышленных групп, территориальных холдингов.

ЧИФы могли участвовать в денежных и чековых аукционах. В соответствии с Указом Президента РФ “О защите права граждан Российской Федерации на участие в приватизации” от 10 августа 1993 г. чековым инвестиционным фондам было запрещено использовать приватизационные чеки иначе, как для приобретения акций приватизируемых предприятий. Это ограничение не означало, однако, запрета на продажу приватизационных чеков, приобретенных фондом, за деньги или продажу акций, принадлежащих фонду, за чеки. Были введены ограничения на деятельность банков по операциям с приватизационными чеками.

В конце 1993 г. в России было около 550 специализированных чековых фондов, собравших более  $\frac{1}{3}$  от общего количества приватизационных чеков. Наиболее известными среди них были в Москве: “Альфа-капитал”, “Инвестиционный чековый фонд”, “Инвест-сервис”, “Капитал-инвест”, “ЛЛД-фонд”, “МММ-инвест”, “Центральный”, “Первый ваучерный фонд”; в Санкт-Петербурге: “Державный”, “Алмазный чековый фонд”, “Невский”, “Континент”, “Спас-кредо”, “Центральный городской фонд”. На фонды возлагались большие надежды с точки зрения участия в инвестиционных программах по реконструкции и обновлению приватизируемых предприятий. В 1996 г. ЧИФы представляли собой довольно пеструю картину. Несмотря на то, что объявленный ими совокупный уставный капитал намного превосходил общий уставный капитал российских коммерческих банков, имела место значительная дифференциация фондов как по размерам капитала, так и по составу учредителей.

Кроме общих ограничений для инвестиционных фондов ЧИФы не имели права:

- осуществлять инвестиции в ценные бумаги предприятий, не прошедших государственную регистрацию в России или осуществляющих основную деятельность не на ее территории;
- заключать сделки, не связанные с инвестиционной деятельностью;
- приобретать опционы или фьючерсные контракты;
- привлекать заемные средства;
- обменивать свои акции на акции акционерных обществ, созданных в процессе приватизации, держателями которых являются фонды имущества;

- гарантировать в письменном виде или путем рекламы получение прибыли;
- котировать собственные акции.

В настоящее время чековые инвестиционные фонды в основном прекратили существование (обанкротились или были реорганизованы) в силу ряда причин:

1) неликвидность акций большинства российских предприятий. Мелкие региональные чековые фонды, скупившие эти акции обанкротились;

2) низкий профессиональный уровень большинства управляющих фондами;

3) выбор американской модели инвестиционных фондов, которые стремятся к максимальной диверсификации вложений, что в условиях неликвидного российского рынка неприемлемо. В итоге большинство ЧИФов имели мелкие пакеты акций;

4) своеобразная законодательная база;

5) отсутствие налоговых льгот;

6) структура издержек ЧИФов. Они не могли тратить более 10% от среднегодовой стоимости чистых активов на рекламу при создании фонда, аренду помещений и приобретение инвентаря, оплату труда работников пунктов подписки, оплату вознаграждения посредников и агентов, размещение акций, выпущенных фондом. Это существенно ограничивало их возможности;

7) оценка активов отставала (в силу непреложных особенностей бухгалтерии) от реальной ситуации, что приносило дополнительные убытки управляющим.

**Закрытые и открытые инвестиционные фонды.** Инвестиционные фонды могут быть закрытыми и открытыми. *Инвестиционные фонды закрытого типа* выпускают и размещают ценные бумаги без обязательств их выкупа у держателя. Поэтому, как правило, они размещают свои акции среди ограниченного и заранее определенного круга инвесторов. Закрытость фонда означает, что аккумулированный в нем капитал не может быть ни увеличен через дополнительный выпуск акций, ни уменьшен через погашение части акций. Поэтому такие фонды называют компаниями с постоянным капиталом.

Закрытые инвестиционные фонды широко распространены в мире и исторически предшествовали открытым фондам. Это, например, английские инвестиционные трасты, французские инвестиционные компании с постоянным капиталом (СИКАФ), американские инвестиционные фонды закрытого типа. Ликвидность акций закрытых фондов и инвестиционных компаний обеспечивается через их обращение на фондовых биржах. Вложение средств в их

акции рассматривается как способ долговременного размещения средств, так как закрытость фонда позволяет беспрепятственно осуществлять его долгосрочную инвестиционную стратегию. Часто акции закрытых компаний вообще не поступают на биржу.

*Открытые инвестиционные фонды* (в отличие от закрытых) эмитируют ценные бумаги и продают их всем желающим с обязательством их выкупа у вкладчиков в любое время. Объем акций, выпускаемых открытыми фондами, не ограничен. При необходимости в любое время может быть осуществлена их дополнительная эмиссия. Поэтому такие финансовые институты называются инвестиционными фондами (компаниями) с переменным капиталом. Они выступают под разными названиями: взаимные фонды в США, доверительные паевые фонды в Великобритании, совместные фонды инвестиций во Франции. В любом случае их капитал представляет собой переменную величину. Продажа и покупка акций таких компаний осуществляется постоянно через кассы учреждения-эмитента или банка-депозитария.

Открытые инвестиционные фонды, будучи компаниями с переменным капиталом, отличаются от закрытых фондов особым порядком распределения прибыли. Их прибыль целиком распределяется среди акционеров в форме дивиденда или увеличения пая. Отсюда разный порядок налогообложения. Открытые инвестиционные компании пользуются льготами, а компании закрытого типа облагаются налогом на прибыль, как и все акционерные общества. Продажа акций инвестиционных фондов и компаний открытого типа ведется по ценам, определяемым ежедневно или еженедельно. Эта цена называется стоимостью чистых активов, она строго соответствует биржевой стоимости определенной части портфеля ценных бумаг данной компании. Например, американские взаимные фонды стараются чуть ли не ежедневно начислять дивиденды и поддерживать стабильной номинальную стоимость активов, осуществляя вложения капитала в краткосрочные кредитные обязательства.

Особой разновидностью инвестиционных фондов открытого типа являются *взаимные фонды денежного рынка*. Они отличаются от обычных фондов тем, что инвестируют денежные средства не в акции, а в краткосрочные ценные бумаги (частные или государственные). В числе таких бумаг — депозитные сертификаты коммерческих банков, коммерческие бумаги, акцептованные банками векселя, краткосрочные ценные бумаги правительства, муниципальные облигации и др.

Первый взаимный фонд денежного рынка появился в 1924 г. в США. Взаимные фонды денежного рынка получили широкое распространение в середине 1970-х годов в период усиления инфляции и имели своей целью защиту вложений инвесторов от обесце-

нения путем ускорения их оборота. Средний срок займов, в которые вкладывает средства такой фонд, как правило, составляет 30—40 дней. Продажа акций осуществляется обычно по фиксированной цене. В США это чаще всего однодолларовые акции, доступные абсолютно каждому. Цена акции не зависит от изменений нормы процента. В США и Великобритании инвестор покупает долю в фонде. В дальнейшем эта доля регулярно переоценивается в соответствии со стоимостью активов фонда.

Доход вкладчика взаимного фонда денежного рынка состоит из выплат процентов по сумме, которую фонд ссужает правительству, муниципальным органам или корпорациям, покупая их краткосрочные ценные бумаги. Имея ряд льгот (включая налоговые), взаимные фонды денежного рынка успешно конкурируют с банками. Секрет их успеха в том, что фонды обеспечивают вкладчикам столь же гарантированные и несколько более высокие доходы, что и банковские депозиты. В число их акционеров поэтому наряду с мелкими вкладчиками входят крупные инвесторы, которые хранят здесь значительные суммы в паузах между более рискованными финансовыми вложениями.

В развитии инвестиционных фондов в России в последние годы появились новые направления. Созданы правовые условия для работы паевых фондов, деятельность которых подробно рассмотрена в разделе 9.3.

В 1997 г. начал операции первый инвестиционный фонд (ICFI Securities Fund Ltd), ориентированный исключительно на вложения западных инвесторов в долговые обязательства российских компаний, банков и местных органов власти. В качестве управляющего фондом выступает банк «Международная финансовая компания» (МФК). Инвесторов привлекают высокодоходные операции с векселями эмитентов, чьи акции пользуются устойчивым спросом. Значение создания этого фонда состоит во вливании средств в краткосрочные бумаги, что привлечет на рынок капиталов ресурсы, необходимые для решения текущих и перспективных проблем предприятий. Акции фонда будут включены в листинг Ирландской фондовой биржи, т.е. информация для западных инвесторов о состоянии рынка долговых обязательств России станет более доступной. Показатели деятельности фонда в соответствии с мировой практикой будут публиковаться в западной печати наряду с данными по аналогичным западным компаниям. Работу по формированию портфеля берет на себя МФК, являющаяся крупнейшим оператором по работе с долговыми обязательствами. Регистрацией и оформлением сделок с ценными бумагами, их хранением и учетом будет заниматься Онэксимбанк.

### 9.3. Особенности деятельности паевых инвестиционных фондов

*Паевые инвестиционные фонды (ПИФы)* многие специалисты считают наиболее перспективными. Паевые инвестиционные фонды в России были образованы по зарубежному образцу для совершенствования инвестиционной деятельности на вторичном рынке ценных бумаг. Законодательной основой создания ПИФов в России послужил Указ Президента РФ “О дополнительных мерах по повышению эффективности инвестиционной политики Российской Федерации” от 26 июля 1995 г. ПИФ денежного рынка является юридическим лицом, обычно акционерным обществом, которое выпускает акции и погашает их при выходе инвестора из фонда. В настоящее время издан ряд нормативно-правовых документов, которые обеспечивают приоритетное развитие ПИФов в России.

Паевые фонды как форма коллективного инвестирования имеют ряд характерных отличий от других инвестиционных фондов. Лица, передающие свои деньги в доверительное управление, сами несут риски, связанные с инвестированием. Фонд снижает риск, который несет каждый отдельный вкладчик. В отличие от банка управляющий паевого фонда не гарантирует получение заранее оговоренного процента по вкладу. Инвестор паевого фонда осведомлен о направлениях инвестирования, и поэтому имеет возможность выбрать фонд, соответствующий его предпочтениям. Перечислим главные экономические преимущества паевого фонда:

- *эффективность* — операции с крупными пакетами ценных бумаг снижают транзакционные издержки;
- *диверсификация* — владение акциями компаний разных отраслей снижает инвестиционный риск;
- *профессиональное управление* — управляющий паевого фонда, анализируя рынок, находит самые выгодные моменты для покупки и продажи акций;
- *ликвидность* — при выходе из паевого фонда инвестор забирет свои деньги;
- *удобство* — инвестиционный пай можно купить или продать у торгового агента;
- *налоговые льготы* — паевой фонд освобожден от уплаты налога на прибыль;
- *информационная “прозрачность”* — управляющий регулярно публикует всю информацию, связанную с работой паевого фонда;

Основные условия надежной работы паевого фонда: 1) при покупке — перевод инвестором денег непосредственно на расчетный счет фонда с передачей агенту заявки на приобретение пая;

2) при продаже — передача агенту заявки с последующим получением денег на счет инвестора в банке.

#### 9.4. Организация деятельности и техника операций инвестиционных институтов на рынке ценных бумаг

Общее управление инвестиционным фондом осуществляется общим собранием акционеров и советом директоров. Управлением инвестициями и формированием портфеля ценных бумаг занимается управляющий фондом (чаще всего банк или страховая компания). Отношения между управляющим и инвестиционным фондом оформляются договором.

Учет движения имущества инвестиционного фонда и хранение его денежных активов и ценных бумаг ведет *депозитарий* фонда, с которым заключается депозитарный договор. У инвестиционного фонда может быть только один депозитарий (чаще всего банк). Депозитарий не может быть кредитором и гарантом инвестиционного фонда. Не допускается также совмещение функций управляющего и депозитария в одном лице. Некоторые ограничения в работе инвестиционного фонда связаны с *аффилированной группой фонда*<sup>1</sup> (табл. 9.1).

**Таблица 9.1**

**Аффилированная группа инвестиционного фонда**

Аффилированные лица фонда	Аффилированные лица управляющего фондом
Директора и должностные лица фонда	Директора и должностные лица фонда
Учредители и акционеры, которым принадлежат 25% голосующих акций фонда и более	Учредители и акционеры, которым принадлежат 25% голосующих акций фонда и более
Управляющий фондом	Предприятия, в которых управляющему принадлежит 25% голосующих акций и более
Акционерные общества, в которых фонду принадлежит 25% голосующих акций	Инвестиционные фонды, имеющие с управляющим договоры об управлении

Состав инвестиционного портфеля фонда определяется *инвестиционной декларацией*. В ней устанавливаются направления инвестиционной политики фонда, структура его инвестиционного порт-

<sup>1</sup>Аффилирование означает "привлечение, объединение общими интересами".

феля по видам ценных бумаг, список бирж и инвестиционных компаний, которые признаются фондом как заслуживающие доверия. Здесь же перечисляются признаки, характеризующие надежность вложений, а также порядок исчисления стоимости чистых активов.

Инвестиционный фонд не имеет права:

- осуществлять иные виды инвестиций кроме инвестирования в ценные бумаги;
- приобретать голосующие акции любого акционерного общества, если после их приобретения аффилированной группе инвестиционного фонда будет принадлежать более 10% голосующих акций этого общества;
- приобретать и иметь в активах более 10% ценных бумаг одного эмитента по номинальной цене;
- инвестировать более 5% чистых активов в ценные бумаги одного эмитента;
- инвестировать средства в ценные бумаги аффилированных лиц фонда (учредителей, акционеров, управляющего, депозитария) либо продавать им ценные бумаги и иное имущество;
- заключать договоры о продаже ценных бумаг, которые ему не принадлежат или которые он не имеет право приобретать;
- привлекать заемные средства в случае, если совокупный объем задолженности, подлежащей погашению, превысит 10% рыночной стоимости чистых активов инвестиционного фонда на дату подписания кредитного соглашения;
- срок займа не может превышать трех месяцев без права пролонгации. Кредитное соглашение может заключаться фондом исключительно с целью удовлетворения кратковременной потребности в денежных средствах, необходимых для выкупа акций фонда у акционеров;
- выпускать долговые обязательства, в том числе облигации;
- выдавать гарантии любого рода;
- совершать залоговые сделки;
- осуществлять инвестиции в ценные бумаги предприятий, организационно-правовая форма которых предусматривает полную ответственность;
- осуществлять инвестиции в ценные бумаги, выпущенные управляющим, депозитарием, независимым аудитором, учредителями фонда, а также акционерами, владеющими 5% акций фонда и более, предприятиями, контролирующими или находящимися под контролем этих лиц;
- выпускать привилегированные акции, владельцы которых получают преимущественное право на имущество фонда;
- осуществлять деятельность в качестве представителей, посредников, продавцов объектов приватизации, в том числе при прода-



же акций, долей, паев приватизируемых предприятий;

- обменивать акции фонда на акции приватизированных предприятий в сумме, превышающей 5% уставного капитала фонда;
- вкладывать средства в долговые обязательства, за исключением государственных ценных бумаг;
- приобретать и иметь в активах 15% и более облигаций или долговых обязательств одного эмитента;
- приобретать и иметь в активах акции иных инвестиционных фондов.

Фонд распространяет свои акции, определяет направления вложений капитала, контролирует деятельность управляющего. Средства, полученные от продажи акций инвестиционным компаниям или акционерам фонда, зачисляются на специальные счета (регулярные, регулярные с реинвестированием, аккумуляционные и счета изъятия).

При открытии *регулярного счета* акционер получает сертификат, удостоверяющий покупку акций, и сведения о том, в какие ценные бумаги вложены его деньги. Владельцу регулярного счета выплачиваются дивиденды обычно с помощью чеков. Выплата может быть ежемесячной, ежеквартальной, один раз в полгода или год в зависимости от условий контракта.

*Регулярный счет с реинвестированием* означает, что дивиденды не выплачиваются акционеру, а подлежат реинвестированию в дополнительные пакеты акций. Однозначное выполнение правила реинвестирования не всегда удобно для акционера, так как ограничивает его права в получении наличными хотя бы части дохода. Чтобы устранить это неудобство и заинтересовать акционера в инвестировании доходов в активы компании, последняя открывает для него в коммерческом банке специальный счет. На этот счет зачисляется основная сумма капитала акционера и дивиденды. Владелец счета может по нему выписывать чеки и снимать часть дивидендов по своему усмотрению.

*Аккумуляционный счет* сочетает в себе черты регулярного счета и счета с реинвестированием. По желанию владельца такого счета на покупку новых акций инвестиционной компании могут направляться не только дивиденды, но и любые дополнительные суммы. Каждая новая покупка акций считается при этом самостоятельным актом независимо от того, когда совершены предыдущие покупки и в какие активы вложены поступившие средства. Аккумуляционный счет является бессрочным и не может быть закрыт до тех пор, пока акционер совершает покупки акций компании.

*Счета изъятия* предусматривают возможность изъятия внесенных в компанию средств. В ряде случаев инвестиционные компании разрешают своим акционерам не только получать дивиденды, но и

снимать с помощью чека часть основной суммы капитала. В последнем случае устанавливается норма платежей; колеблющаяся от месяца к месяцу, которая зависит от прогнозируемого на конец года суммарного дохода. При этом владелец счета имеет возможность выписывать чеки авансом, из расчета будущих дивидендов. Для проведения подобных операций устанавливается минимальный размер счета вкладчика.

Инвестиционные компании и фонды могут совершать различные фондовые операции. Основными из них являются: размещение вновь выпущенных бумаг (первичная эмиссия), продажа и покупка бумаг за свой счет и по поручению и за счет клиента, хранение и управление ценными бумагами.

### **9.5. Анализ деятельности инвестиционного фонда (компании)**

Анализ деятельности инвестиционного фонда (компании) может быть осуществлен по следующей схеме:

- определение основных сфер деятельности;
- оценка их удельного веса и значения на рынке ценных бумаг;
- анализ основных источников финансирования;
- анализ направлений и структуры финансовых вложений (табл. 9.2).

**Таблица 9.2**  
**Анализ финансовых вложений чекового инвестиционного фонда**  
(тыс. руб.)

№ п/п	Вид акций и иных инвестиций	Общая номинальная стоимость	Балансовая стоимость	Прирост (+), снижение (-) стоимости
1	Акции концерна "Союз"	54 580	78 980	+24 400
2	Акции концерна "Курорт"	2000	3000	+1000
3	Акции ОАО "Платина"	40 000	20 800	-19 200
4	Свидетельство депонирования акций ОАО "Весна"	4000	4200	+200
5	Акции ОАО "Факел"	780	1050	+270
6	Акции ОАО "Норильский никель"	877	7020	+6143
7	Акции ОАО "Русь"	501	1670	+1169
8	Акции ОАО "УМ-6"	210	420	+210
9	Акции ОАО "Сургутнефтегаз"	48 750	48 750	—
10	Акции ОАО "АвтоВАЗ"	315	450	+135
11	Акции ОАО "Химзавод"	384	500	+116
12	Акции ОАО "Стойленский ГОК"	48	90	+42

Этот анализ необходим не только для инвесторов, акционеров фонда, но и для налоговых инспекций, банков и других кредиторов. Для наглядности итоговой оценки можно построить аналитические таблицы основных финансовых показателей фонда.

Инвестиционная деятельность фонда должна обеспечить доходность и приращение вложенных средств. Дивиденды по акциям, проценты по облигациям фонда, а также доход от операций с ценными бумагами образуют прибыль инвестиционного фонда. После уплаты налогов и обязательных платежей оставшаяся чистая прибыль подлежит распределению по трем направлениям. Часть ее выплачивается в виде вознаграждения управляющему фондом. Другая ее часть по решению совета директоров может быть направлена на приращение уставного капитала. Оставшаяся часть чистой прибыли предназначена для выплаты дивидендов акционерам фонда. Специальных или резервных фондов не создается.

Инвестиционному фонду не разрешается иметь доходы от деятельности, не связанной с рынком ценных бумаг, а также комиссионные за выполнение поручений клиентов на покупку или продажу ценных бумаг (фонд не может выступать в роли брокера). Основная часть доходов инвестиционного фонда должна формироваться за счет дивидендов по акциям и процентов по облигациям.

Большое значение для инвестиционного фонда имеют чистые финансовые активы, рассчитываемые одним из следующих способов:

- чистые активы минус нефинансовые активы (основные средства, нематериальные активы, производственные запасы и затраты);
- сумма долгосрочных и краткосрочных финансовых вложений, а также денежных средств без долгосрочных и краткосрочных пассивов.

Чистые активы фонда — это валюта баланса за вычетом долгосрочных и краткосрочных пассивов, а также задолженности акционеров по оплате уставного капитала. Расчет стоимости чистых активов осуществляется в соответствии с “Временным положением о порядке оценки и составления отчетности о стоимости чистых активов инвестиционного фонда” (Приложение к Письму Госкомимущества России от 25 мая 1993 г. и Письму Министерства финансов РФ от 21 мая 1993 г.). Оценка этого показателя нужна для определения продажной цены акций инвестиционного фонда или их выкупной цены (для инвестиционных фондов открытого типа). Кроме того, по стоимости чистых активов можно судить о результатах работы управляющего фондом (табл. 9.3).

## Определение общей стоимости чистых активов фонда

Состав активов фонда	Пассивы фонда, исключаемые из общей суммы активов
Долгосрочные финансовые вложения (на срок более чем 1 год)	Арендные обязательства фонда перед арендодателями
Краткосрочные финансовые вложения	Задолженность перед акционерами по дивидендам
Основные средства, принадлежащие фонду	Краткосрочные кредиты
Нематериальные активы	Расчеты с кредиторами
Малоценные и быстроизнашивающиеся предметы	Авансы, полученные от покупателей
Денежные средства, средства в расчетах и прочие активы	Доходы будущих периодов, резервы по сомнительным долгам

Оценка стоимости чистых активов фонда должна производиться ежеквартально, а при необходимости — в любое время. Такая необходимость наступает в том случае, когда финансовое состояние фонда ухудшается и есть основания полагать, что стоимость чистых активов в расчете на одну акцию уменьшилось на 10% и более со времени проведения последней оценки. Если же этот показатель уменьшился на 50% и более, то управляющий совместно с директорами фонда обязан созвать общее собрание акционеров, чтобы решить судьбу инвестиционного фонда.

## Контрольные вопросы

1. В каком году возник первый инвестиционный фонд?
2. Какова структура управления инвестиционным фондом?
3. Чем отличается чековый инвестиционный фонд от паевого фонда?
4. Каковы права и обязанности управляющего инвестиционным фондом?
5. Назовите основные нормативно-правовые акты, регулирующие развитие инвестиционных фондов в России?
6. Как осуществляется регистрация инвестиционного фонда?
7. Сколько аттестованных специалистов должно работать в паевом инвестиционном фонде?

## Проверочные задания

1. Выберите правильный ответ.

*Инвестиционный фонд ликвидируется:*

- а) *по решению учредителей;*
- б) *по решению арбитражного суда;*
- в) *по решению управляющего;*
- г) *по решению общего собрания акционеров;*
- д) *по основаниям, предусмотренным в его уставе.*

2. Найдите неточность в определении.

*Паевой инвестиционный фонд признается открытым, если управляющий принимает на себя обязанность осуществить выкуп выпущенных паев по требованию инвестора в срок, установленный правилами фонда, но не превышающий 15 рабочих дней с даты предъявления требований.*

3. Вставьте нужное слово.

*Паевой фонд является имущественным комплексом... юридического лица. (Слова для вставки: с созданием, без создания.)*

## Тема 10

# ФОНДОВЫЕ ОПЕРАЦИИ БАНКОВ

---

### План занятия:

1. Виды банковских операций с ценными бумагами.
2. Выпуск банками ценных бумаг.
3. Инвестиционная деятельность банков.
4. Учет векселей.
5. Внебалансовые операции банков с ценными бумагами.

### 10.1. Виды банковских операций с ценными бумагами

В соответствии с Законом “О банках и банковской деятельности”, а также “Положением о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР”, утвержденном Постановлением Правительства РСФСР от 28 декабря 1991 г., российские коммерческие банки получили право осуществлять фондовые и доверительные операции. Объектом этих операций являются ценные бумаги. По некоторым оценкам, до августа 1998 г. коммерческие банки контролировали около 80% рынка ценных бумаг, на котором в то время в основном обращались государственные ценные бумаги.

Коммерческий банк является одним из участников фондового рынка, который в зависимости от поставленной цели определяет эффективный вид деятельности и решает, осуществлять ли эмиссионную, инвестиционную, брокерскую деятельность, покупать, продавать и хранить ценные бумаги или проводить иные операции с ними. Целями проводимых банком операций с ценными бумагами являются:

- 1) формирование и увеличение капитала;
- 2) привлечение заемных средств для использования в активных операциях и инвестициях;
- 3) получение денежных доходов от операций с ценными бумагами;
- 4) получение прибыли от инвестиций в фондовые инструменты;
- 5) участие в уставном капитале акционерных обществ для контроля над собственностью;
- 6) использование ценных бумаг в качестве залога.

Развитие фондовых операций банков тесно связано с возрождением рынка ценных бумаг. В августе 1988 г. начали создаваться коммерческие банки, являющиеся одними из главных операторов на

рынке ценных бумаг. В ноябре 1990 г. была образована Московская международная фондовая биржа. В декабре 1990 г. издано “Положение об акционерных обществах”, в котором дана характеристика ценных бумаг и определен порядок их выпуска и обращения. В принятом банковском законодательстве коммерческим банкам разрешались любые, без ограничений виды операций с ценными бумагами. К операциям Центрального банка РФ были отнесены покупка, продажа и хранение государственных ценных бумаг, выполнение функций депозитария по ним, погашения и выплаты процентов по государственным займам. В 1991 г. началось акционирование банков и выпуск ими акций и депозитных сертификатов. Предпринимались попытки вексельных эмиссий на товарных биржах.

В российской практике, по существу, выбрана европейская модель универсального коммерческого банка в отличие от американской модели, имеющей жесткие ограничения на операции с ценными бумагами. В соответствии с российским законодательством банкам на рынке ценных бумаг разрешено:

- выпускать, покупать, продавать, хранить ценные бумаги;
- инвестировать средства в ценные бумаги;
- осуществлять куплю-продажу ценных бумаг от своего имени и за свой счет, в том числе путем их котировки;
- управлять ценными бумагами по поручению клиента (доверительное управление);
- выполнять посреднические (агентские) функции при купле-продаже ценных бумаг за счет и по поручению клиента на основании договора комиссии или поручения, т.е. выступать в роли финансового брокера;
- осуществлять инвестиционное консультирование, т.е. оказывать консультационные услуги по вопросам выпуска и обращения ценных бумаг;
- организовывать выпуски ценных бумаг, т.е. выступать в качестве инвестиционной компании;
- выдавать гарантии по размещению ценных бумаг в пользу третьих лиц;
- инвестировать средства в портфели акций небанковских компаний (в том числе для обеспечения контроля над ними через дочерние предприятия);
- учреждать небанковские инвестиционные институты (инвестиционные фонды, за исключением чековых) и компании финансовых брокеров и инвестиционных консультантов;
- учреждать специализированные компании по учету и хранению ценных бумаг, а также совершению расчетов по операциям с ними;
- учреждать организации, являющиеся институциональными инвесторами (страховые, холдинговые компании).

Основными фондовыми операциями банков являются: 1) брокерские операции; 2) эмиссия; 3) депозитарная деятельность; 4) гарантийная деятельность; 5) учет векселей; 6) хранение; 7) кредитование под залог ценных бумаг; 8) дилерская деятельность. Фондовые операции банков осуществляются с учетом определенных правил:

- ♦ операции должны проводиться на основе лицензий и лишь сертифицированными специалистами;
- ♦ фондовые операции не должны противоречить действующему законодательству;
- ♦ банки не могут выполнять функции инвестиционных фондов;
- ♦ банки не могут заниматься депозитарной деятельностью, если они не являются участниками национальной депозитарной системы.

Особое место среди фондовых операций банков занимает выдача гарантийных обязательств. Банки могут давать гарантию по размещению ценных бумаг в пользу третьих лиц. Это является своеобразным страхованием риска. Выступая гарантами, банки получают вознаграждение. Эти операции осуществляются строго на договорной основе. Сделки с корпоративными ценными бумагами совершаются по инициативе инвестора, от его имени и за его счет. С развитием акционерных обществ, активно эмитирующих ценные бумаги, банки получили широкие возможности по вложению средств в акции, векселя, облигации предприятий и банков. При этом сделки банков с ценными бумагами подразделяются на инвестиции и торговые операции.

Банки работают не только с собственным капиталом, но и со счетами клиентов, осуществляя клиентские операции. Если банки проводят фондовые операции без вложения собственных средств в ценные бумаги и в интересах третьих лиц — своих клиентов, то их доход определяется уровнем вознаграждения, установленным для данной операции, и масштабами операции. В данном случае отсутствует прямая связь с инвестиционной деятельностью банка. Нельзя также утверждать, что существует прямая зависимость рентабельности этих операций от доходности вложений на фондовом рынке. Операции с ценными бумагами, осуществляемые банками в интересах клиентов, включают: платежно-расчетное обслуживание клиента на основе использования ценных бумаг банка, клиента, третьих лиц; кредитование под залог ценных бумаг; операции по обслуживанию клиентов-инвесторов, обслуживание выпуска и размещение ценных бумаг клиента (андеррайтинг), не имеющие пока на российском рынке широкого применения.

Банки оказывают брокерские услуги по размещению средств клиента на рынке ценных бумаг с целью: 1) расширения клиентуры; 2) диверсификации операций; 3) получения кредита под залог



ценных бумаг, приобретенных на средства клиентов. В этом случае учет клиентских облигаций осуществляется по счету депо банка-инвестора, предоставляющего брокерское обслуживание.

Недостаток оборотных средств у предприятий для расчетов с поставщиками и другими контрагентами обуславливает необходимость учета векселей в банке. Если у банка нет достаточных денежных средств для удовлетворения потребностей клиента в кредите для пополнения оборотных средств и расчетов с поставщиками, то банк, используя собственные векселя, осуществляет обслуживание таких расчетов.

Для современной российской банковской системы характерны следующие экономические и технологические особенности, препятствующие ее интеграции в мировое финансовое пространство:

- тенденция к политизации банковского и фондового бизнеса и связанная с ней настороженность зарубежных инвесторов;
- необеспеченность залоговых аукционов и инвестиционных конкурсов соответствующими реальными залоговыми ипотечными и фондовыми инструментами;
- недостаточный объем финансирования экономики с помощью инструментов рынка ценных бумаг (в России — менее 6%, а в странах с развитой рыночной экономикой — до 80%);
- небольшая доля на финансовом рынке реального частного капитала (принадлежащего конкретным физическим лицам);
- отсутствие современной системы клиринговых расчетов, листинга, депозитариев, независимых регистраторов, обеспечивающей информационную “прозрачность” рынка для всех участников и соответствующей мировым стандартам;
- юридические проблемы, связанные с заключением договоров с партнерами с учетом возможных убытков от неожиданных изменений на рынке;
- информационные проблемы, возникающие при определении надежности партнеров с точки зрения их платежеспособности;
- технологические проблемы, связанные с отсутствием единых, соответствующих мировым стандартам общероссийских классификаторов продуктов, операций, технологий банков и бирж;
- отсутствие многослойных технологий, интегрирующих различные банковские системы в единое технологическое пространство;
- несоответствие существующих форм бухгалтерского учета и отчетности требованиям реальной оценки финансового положения банка;
- отсутствие на территории России банков с соответствующими резервными фондами для банковских гарантий под обслуживаемые операции на финансовом рынке;

- большой удельный вес счетов, не приносящих высокие проценты;
- высокий уровень маржи за счет разницы между процентами по вкладам и ссудам;
- отсутствие единых стандартов финансовой деятельности и технологий банков;
- высокая доля краткосрочного кредитования (главным образом торговых операций) для приобретения предметов потребления и валютных спекуляций;
- отсутствие системы лицензирования, сертификации и финансовой защиты от просроченных платежей на финансовом рынке России.

Для выживания в условиях жесточайшей конкуренции банки вынуждены будут создавать принципиально новые рыночные организационные структуры и универсальные открытые технологии, отвечающие требованиям единых мировых стандартов. Для этого необходимо:

- разработать банковское законодательство, отвечающее требованиям юридической и финансовой защиты деятельности коммерческих банков в соответствии с едиными мировыми стандартами, с одной стороны, и с учетом специфики регионов России — с другой;
- разработать всесторонние системы лицензирования, сертификации и финансовой защиты, охватывающие все сферы деятельности отечественных и зарубежных фирм, разрабатывающих и внедряющих новые банковские технологии;
- создать на территории России сеть научно-консалтинговых центров по вопросам стратегического развития коммерческих банков, по обучению специалистов, созданию проектов новых организационных структур для внедрения новых информационных технологий;
- создать на территории России сеть центров по разработке информационных технологий на основе программных продуктов ведущих компьютерных фирм мира.

Решения поставленных проблем можно достичь только путем системного подхода к проектированию банковских технологий от макроорганизации работы банка до автоматизации внутрибанковских расчетов. Отметим, что банковская система России сможет упрочить свое положение на мировом финансовом рынке, когда в стране появятся:

- реальные частные собственники — эмитенты, готовые пройти в соответствии с мировыми стандартами процедуру листинга на первоклассных биржах мира;

- первоклассные банки, способные совершать сделки на международном рынке в интересах своих клиентов;
- независимые регистраторы, депозитарии, электронные торговые системы; агентства по обеспечению информацией об эмитентах, сделках, ценах, акциях, технологиях и т.д.

## **10.2. Выпуск банками ценных бумаг**

Эмиссионная деятельность, или выпуск банками ценных бумаг, регулируется Инструкцией Центрального банка РФ “О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории Российской Федерации” от 17 сентября 1996 г. (с последующими изменениями и дополнениями).

С помощью эмиссионных операций формируется как собственный, так и заемный капитал банка. С этой целью банки выпускают такие эмиссионные ценные бумаги, как акции (при формировании собственного капитала) и облигации (при формировании заемного). Банки проводят эмиссию краткосрочных долговых инструментов — депозитных и сберегательных сертификатов. К эмиссионным бумагам относятся и векселя, которые не требуют регистрации проспекта эмиссии. Первая эмиссия акций направлена на создание собственного капитала, последующие эмиссии — на увеличение уставного капитала путем размещения акций по закрытой подписке или на открытом рынке. Формирование заемного капитала осуществляется путем эмиссии облигаций, которую можно проводить лишь при определенных условиях. Эти условия различаются прежде всего в зависимости от статуса эмитента.

Среди эмитентов корпоративных ценных бумаг лидируют банки. Это объясняется тем, что банковский бизнес остается даже в кризисный период наиболее прибыльным. В силу жесткой регламентации Центральным банком РФ условий выпуска и обращения ценных бумаг акции банков по надежности (статусу) могут претендовать на второе место после государственных ценных бумаг. Банки осуществляют эмиссию краткосрочных долговых инструментов (депозитных и сберегательных сертификатов, векселей), инвестиционные свойства которых характеризуются высокой ликвидностью, низким риском и многофункциональностью в решении тех или иных финансовых задач. Эмитируя и обслуживая векселя, сберегательные и депозитные сертификаты, коммерческие банки обеспечивают денежный оборот и аккумулируют свободные денежные средства. Данные инструменты денежного рынка позволяют привлекать ресурсы технически более простыми способами, не связанными к тому же с передачей прав участия в управлении. Эмиссионная по-

литика определяется в данном случае потребностями банка в кратко- и среднесрочных ресурсах и текущими ставками денежного рынка.

Цифры свидетельствуют о беспрецедентном успехе выпуска краткосрочных фондовых инструментов; около 95% всех срочных вкладов юридических лиц оформлено банковскими ценными бумагами. Их выбор, широта и активность использования российскими банками во многом определяется профилем конкретного банковского учреждения. Банки, ориентированные на работу с мелкими клиентами, предлагают широкий выбор депозитных и сберегательных сертификатов. Банки, работающие преимущественно с акционерными обществами, гораздо шире используют векселя. Среди последних банков наблюдается разделение на две группы: 1) банки, использующие консервативную тактику управления вексельным оборотом, предпочитающие ограничить хождение своих векселей путем депонирования на весь срок до погашения или использования надписей “не по приказу” (исключающего передачу векселя индоссаментом); 2) банки, осуществляющие агрессивную стратегию на фондовом рынке, которые настойчиво внедряют свои векселя в обращение между предприятиями.

Процедура эмиссии ценных бумаг включает следующие этапы:

- принятие банком решения о выпуске акций для увеличения уставного капитала;
- подготовка проспекта эмиссии ценных бумаг;
- регистрация проспекта эмиссии;
- размещение эмиссионных ценных бумаг;
- регистрация отчета об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг.

Важно отметить, что увеличение уставного капитала кредитной организации может осуществляться как путем увеличения номинальной стоимости уже размещенных акций, так и путем размещения дополнительных акций. Эмиссии регистрируются главными территориальными управлениями Центрального банка РФ. Коммерческий банк также эмитирует такие краткосрочные долговые инструменты, как депозитные сертификаты, облигации, выпускает векселя. Данные инструменты позволяют банку привлекать свободные денежные средства технически более простыми способами. Банк может выпускать срочные векселя и векселя по предъявлению.

Руководствуясь Письмом Центрального банка РФ “О депозитных и сберегательных сертификатах банков” от 10 февраля 1992 г., банк проводит работу по привлечению ресурсов посредством продажи собственных депозитных сертификатов. Продажа сертификатов осуществляется путем заключения договора между банком и приобретателем этих ценных бумаг. Сертификат регистрируется и выдается бенефициару по поступлении на счет банка суммы, ука-

занной в договоре. По истечении срока обращения депозитных сертификатов коммерческий банк погашает их по номинальной стоимости. Депозитный договор может быть пролонгирован, что должно быть зафиксировано в дополнительном соглашении, на основании которого будет выдан новый сертификат на ту же сумму.

### **10.3. Инвестиционная деятельность банков**

Основными факторами, которые определяют цель инвестиционной деятельности банков на фондовом рынке, выступают потребность в получении дохода и обеспечении ликвидности определенной группы активов. Инвестиции банков в корпоративные ценные бумаги можно разделить на основные категории:

- 1) приобретение акций для контроля над собственностью и участия в капитале;
- 2) вложения в ценные бумаги с целью выгодного размещения средств, обеспечения их диверсификации и получения как регулярного (дивиденд, процент), так и спекулятивного дохода от их последующей продажи;
- 3) кратковременные спекуляции и арбитражные сделки;
- 4) сделки репо или вложения в векселя и другие долговые обязательства, являющиеся, по сути, формами кредитования.

На российском рынке корпоративных ценных бумаг объектом инвестиций преимущественно являются акции.

Рассматривая инвестиционные операции коммерческих банков, следует отметить, что до августа 1998 г. предпочтение отдавалось вложениям в государственные ценные бумаги (ГКО и ОФЗ-ПК). Вложения в ГКО и ОФЗ-ПК были инструментом обеспечения ликвидности активов, а также одной из форм создания ликвидных резервов банка. Вложения в ГКО и ОФЗ-ПК позволяли оптимизировать соотношение между величиной долговых обязательств и размером собственных и заемных средств. Это было возможно в связи с высокой доходностью и ликвидностью данных инструментов. Немаловажным фактором также являлось льготное налогообложение операций с этими ценными бумагами. Во многих коммерческих банках в анализируемый период инвестиции в государственные ценные бумаги занимали достаточно большой удельный вес среди прочих вложений банка.

Для того чтобы иметь возможность проводить операции по купле-продаже ценных бумаг на бирже коммерческие банки заключают договоры о комплексном обслуживании с банками-корреспондентами, которые являются дилерами на ММВБ или других биржах. Процесс покупки или продажи ценных бумаг включает следующие этапы:

- заключается устная договоренность между специалистами отделов банка-инвестора и банка-дилера;
- по факсу или терминалу банк-инвестор высылает банку-дилеру поручение на совершение операций с ценными бумагами, в котором указывается тип операции (покупка или продажа), номер выпуска ценной бумаги, цена облигации (указывается в процентах от номинала) или цена акции, код инвестора, его идентификационный номер и дата отправки поручения;
- согласно договору о комплексном обслуживании, банк-дилер открывает банку-инвестору лицевой счет на бирже, на который или с которого будут зачислены или списаны денежные средства в зависимости от характера производимой операции;
- по исполнению операции на бирже банк-дилер высылает отчет о совершенных биржевых операциях, в котором также указывается вид сделки, сумма операции, комиссионные биржи и дилера;
- на основании полученного отчета в банке-инвесторе делается внутренняя проводка в балансе.

Специалистами отдела ценных бумаг банка ведется переоценка вложений в ценные бумаги. Под *переоценкой* понимается определение балансовой стоимости облигаций, находящихся в портфеле, по состоянию на конец соответствующего рабочего дня. Общие результаты операций с ценными бумагами отражаются в книге учета движения ценных бумаг или журнале сводных итогов по операциям с облигациями, акциями, государственными и иными ценными бумагами.

Следует отметить, что банк также осуществляет вложения в такие инструменты, как корпоративные векселя и акции. Данные инвестиции носят краткосрочный и спекулятивный характер. Работая на рынке акций, банки отдают предпочтение в основном бумагам таких высокочастотных эмитентов, как Сбербанк России и РАО «Газпром». Банк осуществляет сравнительный анализ динамики вложений в ценные бумаги по видам акций и прочих активов банка. Если инвестиции банка в корпоративные акции по сравнению с другими вложениями минимальны, то можно сделать вывод о консервативной инвестиционной политике, проводимой специалистами отдела ценных бумаг банка.

#### **10.4. Учет векселей**

Наибольший удельный вес в операциях коммерческих банков с векселями занимают операции по продаже простых беспроцентных векселей. Такие векселя пользуются особой популярностью у предприятий, находящихся на картотеке. Покупая такой вексель, предприятие-должник не допускает прямого списания с его счета средств

на погашение задолженности перед бюджетом, так как деньги в данном случае направляются на счет банка для уплаты векселя. В дальнейшем предприятие рассчитывается этими ценными бумагами со своими кредиторами, которые впоследствии учитывают их в банке. Такая операция позволяет банку-эмитенту привлекать бесплатные денежные ресурсы, тем более что, являясь средством платежа, вексель может находиться в обращении достаточно длительный период времени.

Технология операции по продаже векселя довольно проста:

- предприятие обращается в банк с просьбой о продаже векселя;
- специалист отдела ценных бумаг банка оформляет типовой договор купли-продажи векселя, в котором указывается эмитент, серия, номер, номинал ценной бумаги, реквизиты сторон;
- составляется акт приемки-передачи векселя, в котором также указываются данные о ценной бумаге;
- выписывается платежное поручение на внесение денежных средств на счет банка;
- после оплаты вексель вместе с экземплярами договора и акта приемки-передачи вручается покупателю.

В последнее время банки также размещали векселя со сроком погашения через три месяца со дня выписки и начислением процентов на вексельную сумму.

*Учет векселей* состоит в том, что векселедержатель передает (продает) вексель банку по индоссаменту до наступления срока платежа и получает за это вексельную сумму за вычетом (за досрочное получение) определенного процента от данной суммы, т.е. учетного процента. Коммерческий банк может быть заинтересован в учете векселей крупных акционеров банка, а также клиентов, которым ранее были выданы ссуды. Вполне возможно, что банк будет учитывать векселя тех клиентов, с которыми планирует расширение сотрудничества. Поэтому этой операции банки придают особое значение.

Операции по учету векселей занимают ключевое место среди операций банка с данным инструментом. Юридически учет векселя представляет собой передачу (индоссамент) векселя банку. Предъявитель становится должником по учетному векселю, а банк — кредитором (векселедержателем), получающим платеж. Учитывая вексель, клиент банка приобретает ликвидные средства. Если банк принимает к учету только векселя, основанные на товарных сделках, то он должен быть уверен в своевременной их оплате и товарном характере сделки. Следовательно, необходима проверка кредитоспособности клиента и правильности оформления векселей. Объяснений по поводу отказа в приеме векселей к учету банк давать не обязан.

Рассмотрим порядок приема векселей к учету. Векселя представляются в банк с особыми реестрами, имеющими единообразную форму. Векселя располагаются в реестрах по срокам. Реестры подписываются предъявителем или уполномоченным лицом, имеющим право распоряжаться денежными суммами от имени клиента. Представленные к учету векселя должны иметь бланковые передаточные надписи (индоссаменты) от имени предъявителя. Перед бланковой надписью оставляется место, достаточное для того, чтобы банк мог поставить штамп о передаче векселя на его имя, преобразовав таким образом бланковую надпись клиента в именную. Обращение бланкового индоссамента в именной направлено на предотвращение использования векселя в случае его утраты или хищения. С 1997 г. число операций с собственными векселями банков росло высокими темпами. Так, оборот по учтенным векселям в 1997 г. в среднем увеличился почти в 4 раза.

### **10.5. Внебалансовые операции банков с ценными бумагами**

К внебалансовым операциям банков с ценными бумагами относятся комиссионные и посреднические операции. *Комиссионные операции* с векселями банки проводят наряду с учетными. При этом векселя предъявляются держателем в банк не с целью получения денежных средств до наступления срока платежа (как при учете векселей), а из соображений удобства совершения платежа по векселю в срок и по месту выдачи. Роль банка в данном случае сводится лишь к осуществлению функции комиссионера, исполняющего поручения клиента провести платеж по векселю. Такие операции, как правило, являются внебалансовыми, так как учитывается не само движение ценных бумаг, а лишь комиссионное вознаграждение банка за их осуществление.

Сделки с векселями банк осуществляет от своего имени, но за счет и в интересах комитента. С комитента за совершение такой сделки взимается определенная плата — комиссия, размер которой устанавливается банком. Для осуществления комиссионной операции комитенты представляют в банк заявление, где (помимо просьбы принять на комиссию векселя для совершения платежа) указываются срок платежа, наименование плательщиков, их адреса, имя протестанта (от кого может быть осуществлен протест), общее число и сумма векселей. Передаваемые на комиссию векселя должны быть снабжены на обороте перепоручительной надписью комитента на имя банка.

На комиссию могут быть представлены: 1) однородные векселя — не ранее одного месяца и не позже, чем за пять дней до



окончательного срока векселя; 2) иногородние векселя — не ранее трёх месяцев и не позже, чем на срок документооборота (плюс пять дней). По принятым на комиссию векселям специалисты банка отсылают иногородние векселя в банки по месту нахождения плательщика; уведомляют плательщиков о поступлении векселей на инкассо; получив платеж, выдают его комитенту или переводят полученную сумму в место приема векселей; в случае неоплаты отсылают векселя нотариусу для предъявления протеста; возвращают комитентам неоплаченные векселя.

Отсутствие у клиента банка достаточных средств для расчетов с поставщиками и возникновение в связи с этим временного недостатка оборотных средств может быть восполнено получением *вексельного кредита*, благодаря которому:

- осуществляется кредитование при отсутствии денежных средств. Банк не затрачивает собственных кредитных ресурсов, так как предоставляет юридическому лицу кредит в виде векселей (на общую сумму кредита);
- образуется прибыль, обеспечивающая высокую доходность данной операции;
- укрепляются связи с клиентурой, завоевываются позиции на вексельном рынке.

Кредит может быть выдан векселями с разными сроками платежа под конкретные потоки платежей. При этом изменение срока векселей влечет за собой изменение процентной ставки по вексельному кредиту. Таким образом, операция может производиться при отсутствии свободных кредитных ресурсов банка. Высокая рентабельность данной операции предопределяется низким уровнем затрат на ее проведение. По существу, они сводятся к затратам на оформление векселей и отвлечение средств на создание обязательных резервов, подлежащих депонированию в Центральном банке РФ. Что касается первого элемента затрат, то банки включают суммы, истраченные на приобретение бланков векселей, в состав расходов, которые учитываются при определении налогооблагаемой базы. Нормы резервирования, установленные Центральным банком РФ с 1996 г., составляют: по срочным обязательствам от 31 до 90 дней — 16%; по срочным обязательствам свыше 90 дней — 12%.

Развитие операций с векселями, укрепление доверия участников расчетов к векселям как средству обеспечения коммерческого кредита позволило изменить схему вексельного оборота. Банк стал контролировать вексельный оборот, предоставляя гарантии либо в качестве акцептанта переводного векселя, либо в качестве авалиста (вексельного поручителя) по простому векселю. Имея на руках акцептованный банком вексель, векселедержатель может оплатить им собственные обязательства. При этом у контрагента векселедер-

жателя не возникает сомнений в надежности векселя: плательщиком по векселю является банк-акцептант и, кроме того, ответственность по векселю несет векселедержатель. Если банк выступает авалистом по соло-векселю, то он несет ответственность наряду с векселедержателем и должен оплатить вексель в те же сроки. Естественно, что в основе данных операций должна лежать оценка кредитоспособности клиента. Поэтому такие операции банк осуществляет преимущественно для своих клиентов, финансовое состояние которых не вызывает у него опасений.

Очевидной выгодой для банка при вексельном кредитовании является отсутствие резервирования, которое необходимо при эмиссии собственных векселей. Технология операции включает следующие этапы: заключение договора на предоставление вексельного кредита; передача залога и обеспечение гарантии погашения ссуды. Банк тщательно прорабатывает вопрос о форме обеспечения, так как при невозврате ссуды эмитентом необеспеченных векселей выступает банк. Для операций вексельного кредитования, когда срок погашения ссуды совпадает со сроком векселя, на момент написания данной работы установлена процентная ставка до 35% годовых. В случае когда общий срок кредита превышает срок векселя, размер процентной ставки увеличивается. В противном случае размер процентной ставки уменьшается.

**Пример.** Чтобы собрать пакет из 100 акций, специалисты отдела ценных бумаг банка заключили договоры комиссии с шестью владельцами бумаг. Для получения полномочий на продажу акций банк-комиссионер заключает с комитентом договор, по которому банк обязуется продать акции комитента по цене, указанной в договоре. Также подписывается передаточное распоряжение, в котором фиксируется переход прав владения акциями в пользу контрагента. В данном случае доходом банка является разность между ценой в договоре комиссии, заключенном между банком и владельцами ценных бумаг, и ценой в договоре купли-продажи ценных бумаг, заключенном между банком-покупателем и банком-продавцом. Таким образом, данная операция может служить примером выполнения не только сделки по поручению клиента, но и инвестиционной операции с целью получения спекулятивного дохода.

Еще одним видом услуг, предоставляемых банком своим клиентам, являются *брокерские операции*. Данная операция предусматривает двойное посредничество для клиентов. Для того чтобы иметь возможность выполнять поручения своих клиентов, банк заключает договор с дилером на ММВБ. Как правило, размер комиссионных не столь высок. Поэтому объективно для банка-инвестора по данным клиентским операциям существует лишь возможность по-

лучения дохода, уровень которого ниже среднерыночного. Специалисты банков стараются повысить эффективность фондовых операций путем консолидации малых объемов средств клиентов, размер которых не позволяет каждому клиенту работать непосредственно с дилером, а также путем оказания услуг по управлению и консалтинговых услуг.

Технология операции сводится к следующему. Заключается договор на доверительное управление средствами клиентов. В соответствии с заключенными договорами на брокерское обслуживание клиенту открывается лицевой счет. Полученные от клиента деньги банк перечисляет дилеру на покупку облигаций. Затем средства клиента резервируются на торговом субсчете счета депо, который служит для учета средств, поступающих от инвесторов для покупки облигаций на ММВБ. Расчеты по данной операции предусматривают выплату клиенту дохода, как правило, в форме установленного процента, возврат инвестируемой суммы после окончания срока договора, а также предоставление отчетной документации для целей бухгалтерского учета и налогообложения средств клиента.

Банки также выполняют брокерские операции по вложениям средств клиентов в корпоративные ценные бумаги, осуществляют депозитарную деятельность. Депозитарий ведет *внебалансовые счета*, называемые *счетами депо*. В «клиентском депо» посредством бухгалтерских проводок учитываются операции с ценными бумагами: купля-продажа, дарение, наследование, перепоручение прав, залог. При наличии соответствующего договора депозитарий перечисляет проценты и дивиденды владельцам ценных бумаг. Перспективой развития хранилищ финансовых активов является создание сети технологически взаимосвязанных депозитариев, использующих компьютерные каналы для обмена информацией и осуществления взаимных расчетов.

### **Контрольные вопросы**

1. Кто выдает лицензию коммерческому банку на право совершения фондовых операций?
2. К какому виду банковских операций относится залог ценных бумаг?
3. Какие фондовые операции запрещено осуществлять банкам?
4. Может ли банк одновременно заниматься брокерскими и дилерскими операциями на рынке ценных бумаг?
5. Учет каких векселей может осуществлять банк?

6. Какие нормативно-правовые акты регламентируют внебалансовые операции банка с ценными бумагами?

7. Кто принимает решение об эмиссии банком ценных бумаг?

### **Проверочные задания**

1. Вставьте пропущенные слова.

*В случае если рыночная цена ценной бумаги окажется ниже балансовой стоимости, то коммерческий банк или кредитное учреждение обязаны создать резерв под обесценение вложений в ценные бумаги в размере снижения... рыночной цены относительно балансовой стоимости. (Слова для вставки: биржевая, действительная, средняя, текущая.)*

2. Выберите правильный ответ.

а) Банк может выпускать именные документарные ценные бумаги.

б) Банк может выпускать именные бездокументарные ценные бумаги.

в) Банк может выпускать документарные и бездокументарные ценные бумаги на предъявителя.

3. Выберите правильное определение.

а) Банк не имеет права осуществлять эмиссию ценных бумаг при наличии просроченной кредиторской задолженности.

б) Банк имеет право осуществлять эмиссию ценных бумаг при наличии просроченной кредиторской задолженности.

## Тема 11

# ОПЕРАЦИИ АКЦИОНЕРНОГО ОБЩЕСТВА НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

---

### План занятия:

1. Цели и задачи акционерного общества на рынке ценных бумаг.
2. Характеристика основных фондовых операций акционерного общества.
3. Дополнительная эмиссия как основной источник привлечения инвестиций акционерным обществом.
4. Выпуск облигационного займа акционерным обществом.
5. Использование ценных бумаг при реструктуризации.

### 11.1. Цели и задачи акционерного общества на рынке ценных бумаг

Целями акционерного общества на рынке ценных бумаг являются: 1) привлечение инвестиций; 2) формирование устойчивого спроса на ценные бумаги общества; 3) получение дохода. Для достижения вышеназванных целей необходимо решить следующие задачи:

- привлечение высокопрофессиональных специалистов;
- оптимизация, наилучшее использование финансовых возможностей;
- повышение инвестиционных качеств ценных бумаг, их надежности и ликвидности;
- использование новых способов привлечения капитала путем выпуска облигаций, кумулятивных акций, конвертируемых ценных бумаг;
- выпуск в обращение дополнительных акций, совершенствование проведения дополнительных эмиссий;
- оценка эффективности акционерного общества как собственника;
- оценка степени финансового риска акционерного общества;
- прогнозирование положения акционерного общества на рынке ценных бумаг;
- активизация деятельности акционеров-учредителей и др.

Акционерные общества (корпорации) являются основной формой организации бизнеса, так как они имеют значительные пре-

имущества по сравнению с другими организационно-правовыми формами. Основными их преимуществами являются:

- ограниченная ответственность их участников, которые могут понести убытки лишь в размере своего вноса;
- упрощенная процедура передачи прав собственности (продажа акций);
- большие возможности мобилизации капитала через эмиссию акций и облигаций, что составляет основу быстрого и продуктивного роста.

Акционерные общества являются наиболее удобной формой деловой организации хозяйствующих субъектов в силу целого ряда причин. Во-первых, акционерные общества могут иметь неограниченный срок существования, в то время как период функционирования предприятий, основанных на индивидуальной собственности, или товариществ с участием физических лиц, как правило, ограничен рамками жизни их учредителей. Во-вторых, акционерные общества благодаря выпуску акций получают более широкие возможности в привлечении дополнительных средств по сравнению с некорпоративным бизнесом. В-третьих, поскольку акции, как правило, обладают достаточно высокой ликвидностью, их гораздо проще продать при выходе из акционерного общества, чем вернуть долю в уставном капитале товарищества или общества с ограниченной ответственностью.

Из всех видов ценных бумаг, обращающихся на российском рынке, наибольшую долю в настоящее время занимают акции. Выпуск и обращение акций регламентируется Федеральным законом “Об акционерных обществах”, Указом Президента РФ “О мерах по обеспечению прав акционеров” от 27 октября 1993 г., Указом Президента РФ “Об обеспечении прав инвесторов” от 16 сентября 1997 г., Постановлением ФКЦБ России “О ведении реестра владельцев именных ценных бумаг” от 2 октября 1997 г., Положением ФКЦБ России “О порядке передачи информации и документов, составляющих систему ведения реестра именных ценных бумаг” от 24 июня 1997 г.

Акция должна содержать следующие обязательные реквизиты:

- наименование акционерного общества и его адрес;
- порядковый номер акции, дату выпуска;
- вид акции (обыкновенная или привилегированная) и ее номинальную стоимость;
- имя держателя (для именной акции);
- срок выплаты дивидендов;
- подпись руководителя акционерного общества.

Акции акционерных обществ распространяются среди граждан и юридических лиц путем открытой подписки либо в порядке распределения между учредителями. Акции дают акционерам следующие права:

1. *Право участия в управлении (право голоса)*. Большинство обыкновенных акций дает их держателям право голоса на ежегодных собраниях акционеров по всем важным вопросам деятельности общества (по изменениям в уставе, вопросам слияний и приобретений, финансовой реорганизации, выборам совета директоров компании). Так как большая часть акционеров не может (или не хочет) посещать собрания, корпорации обязаны оформлять доверенности, по которым акционеры передают совету директоров акционерного общества право голосовать от их имени на ежегодных или специальных собраниях.

2. *Право на участие в распределении прибыли акционерного общества* (на получение части прибыли в форме дивидендов). *Дивиденды* — это часть прибыли корпорации, распределяемая среди акционеров пропорционально числу акций, находящихся в их собственности. Дивиденды по обыкновенным акциям выплачиваются только после уплаты всех налогов, процентов по облигациям и дивидендов по привилегированным акциям (если такие выпущены). Сроки выплаты дивидендов определяются в специальном положении о выплате дивидендов, которое утверждается общим собранием акционеров. Порядок выплаты дивидендов может быть включен в качестве самостоятельного раздела в устав акционерного общества. Обычно дивиденды выплачивают поквартально, один раз в полгода или один раз по итогам года. Как правило, порядок выплаты дивидендов регулирует совет директоров (наблюдательный совет). Отметим, что по Федеральному закону “Об акционерных обществах” акционерное общество вправе вообще не выплачивать дивиденды по обыкновенным акциям, если это отрицательно скажется на финансовом состоянии общества. Самому акционерному обществу это не выгодно, так как подобные действия с высокой вероятностью негативно отразятся на курсе его акций. В случае наличия прибыли дивиденды по привилегированным акциям акционерное общество выплатить обязано.

Дивиденды выплачиваются наличными, в форме имущества и в форме акций. Дивиденды наличными обычно устанавливаются в рублях на акцию. Дивиденды в форме имущества обычно представляют собой акции дочерних компаний, но это может быть и продукция самой компании. Дивиденды в форме акций устанавливаются в процентах. Если, например, компания “А” объявляет дивиденд 10% в форме акций, то это значит, что владелец 100 акций получит акционерный сертификат на 10 новых акций (т.е. станет держателем 110 акций этой компании).

3. *Преимущественное право на покупку новых акций*. Право, дающее “старым” акционерам возможность купить акции нового выпуска прежде, чем они будут предложены другим лицам. Цель этого

преимущественного права в защите акционеров (в первую очередь держателей крупных пакетов) от “размывания” пропорциональных долей их участия в обществе. Как правило, законодательством предусматривается, что наличие такого права должно прямо оговариваться в уставе общества. При реализации данного права акционер может купить акции нового выпуска в размере, пропорциональном его фактической доле в капитале корпорации. Цена подписки на новый выпуск акций обычно ниже рыночной цены уже выпущенных акций. В результате преимущественные права могут выступать объектом купли-продажи.

4. *Право на участие в распределении имущества при ликвидации общества.* Ликвидация — это практические действия акционерного общества по прекращению деятельности и реализации имущества. Стадия прекращения легального существования общества называется роспуском, а фактического — ликвидацией. Претензии к акционерному обществу при ликвидации удовлетворяются в следующем порядке: государственные претензии (уплата налогов и пошлин, расчет по государственным кредитам), претензии других кредиторов (коммерческих банков, владельцев векселей и облигаций и т.д.), претензии владельцев привилегированных акций, и только после этого удовлетворяются претензии владельцев обыкновенных акций. Незнание этого положения (или непонимание того, что акционер является совладельцем) в России в последнее время приводит к конфликтам между учредителями и акционерами ликвидированных акционерных обществ.

5. *Права на инспекцию (проверку), раскрытие информации.* Акционеры имеют право на проверку некоторых документов и отчетности своих акционерных обществ (списка акционеров, протоколов собраний акционеров, некоторых бухгалтерских отчетов и т.п.).

## 11.2. Характеристика основных фондовых операций акционерного общества

Акционерные общества на рынке ценных бумаг могут одновременно осуществлять различные фондовые операции (табл. 11.1).

Таблица 11.1  
Фондовые операции акционерного общества

Операции	Задачи	Процедура выполнения
Выпуск (эмиссия) ценных бумаг	Привлечение дополнительных инвестиций, передел собственности, изменение размера уставного капитала	Принятие эмитентом решения о выпуске ценных бумаг. Подготовка и утверждение проспекта эмиссии. Уплата эмитентом налога (0,8% от номинальной суммы выпуска ценных бумаг). Регистрация проспекта эмиссии. При от-



		крытой подписке — издание проспекта эмиссии и сообщение об этом в средствах массовой информации. При закрытой подписке — объявление или письменное извещение акционеров. Выпуск (эмиссия) ценных бумаг
Размещение ценных бумаг	Размещение эмиссионных ценных бумаг, закрепление прав "старых" акционеров	Объявление об открытой или закрытой подписке. Прием и удовлетворение заявок по результатам закрытой подписки, аукционных торгов, коммерческого или инвестиционного конкурса. Регистрация владельцев и выдача ценных бумаг или их сертификатов
Купля-продажа ценных бумаг в процессе обращения	Участие в управлении АО, получение доходов, возможность стать кредитором при покупке облигаций, получение денежного эквивалента курсовой рыночной стоимости при продаже ценных бумаг	Объявление о намерении купли-продажи ценных бумаг. Обсуждение предложений. Совершение сделок и их регистрация. Передача новым владельцам ценных бумаг или их сертификатов, свидетельств о владении, выписок из реестров
Конвертация (обмен) ценных бумаг	Получение иных прав и возможностей собственности, приобретение права голоса, участия в управлении	Включение в устав общества положения о конвертации ценных бумаг или его утверждение общим собранием акционеров. Объявление о сроках и условиях конвертации. Сбор заявок и проведение данной операции. Регистрация владельцев и выдача ценных бумаг (сертификатов) или выписок из реестра (свидетельств о собственности)
Хранение ценных бумаг	Защита ценных бумаг от хищения и иных причин утраты	Заключение владельцем ценных бумаг договора об ответственном хранении с банком, депозитарием или иной специализированной организацией. Получение расписки о приеме на хранение
Дробление ценных бумаг	Увеличение числа ценных бумаг	Увеличение количества выпущенных акций, не влекущее за собой изменения совокупной рыночной стоимости активов корпорации и относительных долей держателей акций
Управление ценными бумагами	Приращение акционерного капитала, выбор	Избрание совета директоров (наблюдательного совета) и исполнительной дирекции (правления). Разработка

	наиболее эффективных вариантов использования ценных бумаг (залог, траст, конвертация) нахождение оптимального соотношения объявленных и размещенных ценных бумаг	советом директоров (наблюдательным советом) общей стратегии. Определение исполнительской дирекцией (правлением) конкретной тактики управления ценными бумагами. Ее реализация финансовыми менеджерами (работниками в штате общества или привлеченными со стороны). Оценка эффективности управления ценными бумагами
Траст	Поручение управления ценными бумагами высококвалифицированным специалистам для повышения эффективности операций	Заключение полного или агентского трастового договора об управлении ценными бумагами. Полный трастовый договор предоставляет доверенному юридическому (физическому) лицу права на осуществление всех операций на фондовом рынке. Агентский договор предоставляет уполномоченному лицу право совершать отдельные операции на рынке ценных бумаг
Залог ценных бумаг	Предоставление залогового обеспечения под кредит, активизация операций с ценными бумагами	Заключение соответствующего договора. Передача ценных бумаг в залог и получение расписки. Получение кредита
Клиринг	Совершенствование системы расчетов, повышение ликвидности ценных бумаг, контроль и управление рисками на рынке ценных бумаг	Определение операций, по которым возможно проведение клиринговых расчетов. Сопоставление и уточнение сумм взаиморасчетов по конкретным операциям, а также их осуществление. Документальное подтверждение взаиморасчетов. Поставка ценных бумаг
Регистрация и перерегистрация владельцев ценных бумаг	Учет владельцев ценных бумаг, контроль за изменением состава собственников ценных бумаг АО, обоснование прав собственника на участие в общем собрании акционеров, получение дивидендов по акциям и процентов по именованным	Общество самостоятельно или с привлечением специализированного регистратора (при наличии более 500 владельцев обыкновенных акций) не позднее одного месяца с момента государственной регистрации начинает ведение реестра. В него вносятся данные об акционерах или номинальных держателях акций, указываются количество, категории и типы акций, принадлежащих собственникам. Записи осуществляются не позднее трех дней с момента предоставления документов, удостоверяющих права

	облигациям и др.	собственника на акции общества. В случае мотивированного отказа держатель реестра обязан об этом письменно известить претендента в течение 10 дней. По первому требованию акционеров должна предоставляться выписка из реестра с указанием количества и процентной доли принадлежащих им акций в структуре акционерного капитала. Запрещается вносить исправления в реестр. В случае выбытия акционера в нем делается соответствующая запись
Маркетинговые исследования	Изучение определенного сегмента рынка ценных бумаг, оценка потенциальных инвестиционных характеристик ценных бумаг общества, диагностика фондовых операций, исследование каналов сбыта, оценка инвестиционного риска, изучение мотивации инвесторов, разработка стратегии продвижения ценных бумаг на рынок	Мониторинг регионального рынка ценных бумаг. Определение целей и задач исследования. Выбор методики и проведение исследования. Планирование объема выпуска ценных бумаг общества. Прогнозирование цены. Определение каналов сбыта. Установление потенциальных инвесторов. Проектирование рекламной деятельности и работы по связям с общественностью
Оценка инвестиционного риска на рынке ценных бумаг	Выявление характера, особенностей и оценка инвестиционного риска	Мониторинг рынка ценных бумаг. Определение возможности (вероятности) и выбор метода (методов) оценки инвестиционного риска. Расчет вероятности, а также определение вариантов уменьшения инвестиционного риска на рынке ценных бумаг
Страхование	Обеспечение относительной стабильности операций на фондовом рынке, привлечение потенциальных инвесторов путем предоставления дополнительных страховых гарантий	Определение страховой ответственности, конкретного объекта страхования (отдельная операция или ряд операций, возможные форс-мажорные обстоятельства). Заключение договора о страховании

Безвозмездная поставка ценных бумаг	Реализация права наследования, осуществление дарения, взнос в уставный капитал, удовлетворение требований кредиторов	Принятие решений о безвозмездной поставке ценных бумаг на основании договора дарения, завещания или постановления суда о наследстве, а также решений о внесении ценных бумаг в уставный капитал другого предприятия и удовлетворении требований кредиторов. Уведомление регистратора о принятом решении. Поставка ценных бумаг. Внесение изменений в реестр
Погашение ценных бумаг	Отзыв по условиям размещения, досрочный отзыв по решению эмитента или инвестора	Принятие решения и уведомление держателей ценных бумаг о погашении. Изъятие ценных бумаг (или их сертификатов) и записей о праве собственности со счетов владельцев. Уничтожение реестра, публикация информации о сроках предъявления претензий в средствах массовой информации
Формирование портфелей ценных бумаг	Уменьшение инвестиционного риска, расширение финансовых возможностей общества, развитие рынка ценных бумаг	Изучение состояния рынка ценных бумаг, оценка инвестиционных возможностей различных эмитентов. Определение степени инвестиционного риска различных вариантов вложения капитала. Выбор стратегии формирования портфеля ценных бумаг
Финансовое проектирование на рынке ценных бумаг	Разработка финансовой политики, определение программы реализации финансовой стратегии и тактики, прогнозирование доходов и расходов, эффективности работы общества	Определение политики формирования и использования акционерного капитала. Оценка возможностей взаимодействия с инвесторами, разработка вариантов инвестиционных программ. Проектирование портфеля ценных бумаг. Подготовка проспектов эмиссии. Оценка стоимости и моделирование изменения доходности отдельных видов ценных бумаг. Инвестиционное прогнозирование, анализ и оценка качества отдельных видов ценных бумаг. Прогнозирование рисков на рынке ценных бумаг. Исследование перспективности отдельных операций. Разработка конъюнктурных прогнозов

### **11.3. Дополнительная эмиссия как основной источник привлечения инвестиций акционерным обществом**

Самым распространенным способом привлечения инвестиций акционерным обществом является *дополнительная эмиссия* акций в целях: 1) привлечения дополнительного капитала; 2) увеличения уставного капитала; 3) изменения структуры собственности.

Законодательной базой дополнительной эмиссии ценных бумаг служат Федеральные законы РФ “Об акционерных обществах” и “О рынке ценных бумаг”, Указ Президента РФ “О передаче субъектам Российской Федерации находящихся в федеральной собственности акций акционерных обществ, образованных в процессе приватизации”, Постановление ФКЦБ России “Об утверждении стандартов эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии”. С принятием Федерального закона “Об акционерных обществах” вместо термина “вторичная эмиссия” появляется новое понятие “дополнительная эмиссия”.

*Преимущества дополнительной эмиссии* следующие:

- отсутствие необходимости при второй и прочих эмиссиях вносить изменения в устав акционерного общества; достаточно один раз определить количество дополнительных акций, которые объявляются при учреждении общества (размещаются в любой час “икс”);
- возможность моделирования изменений уставного капитала акционерного общества при его учреждении;
- предоставление полной свободы акционерному обществу в определении перспектив финансового развития;
- расширение возможностей акционерного общества в реальном управлении и формировании акционерного капитала;
- ускорение роста уставного капитала.

*К недостаткам дополнительной эмиссии* можно отнести:

- ♦ практически полную свободу и бесконтрольность совета директоров в изменении состава собственников в том случае, если вопросы проведения дополнительной эмиссии отнесены к его компетенции;
- ♦ субъективный подход при определении числа дополнительных акций, фиксируемых в уставе;
- ♦ отсутствие методик, рекомендаций по оптимизации соотношения числа дополнительных и размещенных акций с учетом конкретного профиля, типа, отраслевой принадлежности акционерного общества.

То, что пока многие предприятия попросту пренебрегают дополнительной эмиссией, свидетельствует об отсутствии у многих акционеров четкого представления о механизме ее осуществления.

Дополнительная эмиссия является одним из способов привлечения дополнительных финансовых ресурсов акционерными обществами, весьма привлекательным методом финансирования, что обусловлено свободой выбора срока дополнительной эмиссии, ее объема, заинтересованностью инвесторов в реальном доступе к управлению капиталом (табл. 11.2).

Негативное отношение к дополнительной эмиссии связано с необходимостью тщательно готовить документы по ее проведению, большими организационными хлопотами и неопределенностью ее

**Таблица 11.2**

**Способы привлечения дополнительных финансовых ресурсов акционерными обществами**

Источники финансовых ресурсов	Цели инвесторов	Условия получения	Основные документы	Направления использования	Сроки использования	Сроки возврата	Проблемы привлечения
Ссуда, финансовая помощь	Оказание помощи, получение процентов	Наличие средств	Договор	Неотложные нужды	По договору	Определены в договоре	Поиск потенциальных инвесторов
Кредитование	Получение процентов	Предоставление залога или выполнение иных условий кредитного договора	Кредитный договор	По договору	По договору	Определены в договоре	Высокие проценты
Дополнительная эмиссия	Приобретение права собственности, возможность участия	Размещение ценных бумаг	Перспектив эмиссии	По решению общего собрания акционеров	Определяются решением общего собрания акционеров	Предусмотрены при ликвидации акционерного общества	Необходимость тщательного соблюдения определенных

	в прибылях, получение дивидендов						юридических процедур
Государственная субсидия из федерального или местного бюджета	Развитие определенного вида деятельности	Постановление, распоряжение администрации	Государственная или территориальная программа	По целевому назначению программы	Определены в программе	Не предусмотрены	Дефицит бюджета
Привлечение средств иностранных инвесторов	Приобретение собственности, захват рынка, внедрение и развитие новых технологий	Выполнение условий договора или инвестиционного конкурса	Договор или инвестиционное соглашение	В рамках договора, соглашения	По договору, соглашению	Определены в договоре, соглашении	Поиск иностранных инвесторов
Грант	Развитие новых технологий, научные исследования	Победа в конкурсе	Решение о предоставлении	В строгом соответствии с целевым назначением	По условиям выделения гранта	Не предусмотрены	Необходимость одержать победу в конкурсе
Привлечение средств акционеров	Помощь развитию общества	Наличие средств	Решение общего собрания акционеров	По решению общего собрания акционеров	По решению общего собрания акционеров	Предусмотрены решением общего собрания акционеров	Недостаточный размер свободных денежных средств

социально-экономических последствий для трудового коллектива и аппарата управления. Однако время и жесткие финансовые реалии настойчиво подводят многих акционеров-учредителей, владельцев акционерных обществ к мысли о приоритетности и необходимости проведения дополнительной эмиссии как способа прежде всего привлечения дополнительных инвестиций. Специалисты считают, что больший эффект достигается при крупном размере дополнительной эмиссии. Это объясняется тем, что расходы на проведение эмиссии, рекламу, иные издержки, связанные с выпуском, перекрываются большим объемом привлеченных инвестиций.

Фактором, стимулирующим развитие практики дополнительных эмиссий, является создание ряда организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг в России, объединений депозитариев, регистраторов, брокеров, дилеров, что значительно упрощает размещение дополнительных выпусков акций. Способствует проведению дополнительных эмиссий и становлению инфраструктуры вторичного рынка ценных бумаг. Кроме того, снижение инвестиционной привлекательности других финансовых инструментов создает дополнительные условия для привлечения отечественных инвесторов на вторичный рынок. Следует отметить, что многие иностранные инвесторы также заинтересованы в приобретении (в результате размещения дополнительных акций) определенной части акционерного капитала целого ряда перспективных российских предприятий. Особый интерес к дополнительным эмиссиям акционерных обществ ряда отраслей проявляют банки и банковские ассоциации.

Многие акционерные общества испытывают трудности, связанные с нехваткой финансовых ресурсов. Отсюда неплатежи, недостаточный уровень обеспечения производства необходимыми материальными ресурсами, задержки выплат заработной платы. По оценкам специалистов,  $\frac{1}{5}$  российских предприятий не использует заемных средств. Заметим, что в большинстве случаев это происходит из-за невозможности выплачивать высокие проценты и низкой платежеспособности предприятий. С другой стороны, с усилением конкуренции предприятия теряют традиционные рынки сбыта. Конкуренты переманивают постоянных смежников, поставщиков более льготными условиями сотрудничества, устанавливают демпинговые цены. Ситуация усугубляется высокими экспортными тарифами и, как правило, низкой конкурентоспособностью отечественных товаров на мировом рынке. В этих условиях дополнительная эмиссия выступает одним из факторов поддержания конкурентных позиций предприятий.

К объективным факторам, сдерживающим проведение дополнительных эмиссий, относятся:



- отсутствие свободных финансовых ресурсов для их проведения (требуются средства на рекламу, печатание акций, организацию эмиссии, подготовку проспекта эмиссии и его регистрацию и др.);
- нехватка квалифицированных специалистов, способных грамотно обосновать и эффективно осуществить дополнительную эмиссию;
- отсутствие четко определенного механизма проведения дополнительной эмиссии;
- недостаточное предложение услуг по проведению дополнительных эмиссий из-за слабого развития региональной инфраструктуры рынка ценных бумаг;
- неотрегулированность, противоречивость ряда законодательных и нормативных актов. Так, Федеральный закон “Об акционерных обществах” разрешает осуществлять дополнительную эмиссию в любое время, а налоговое законодательство не содержит прямой нормы по вариантам изменения рыночной стоимости имущества акционерного общества в результате дополнительной эмиссии.

Ключевая задача дополнительной эмиссии — обеспечение эффективных условий для притока инвестиций. Вместе с тем *непродуманная дополнительная эмиссия может привести к серьезным конфликтам в коллективе предприятия и острейшим социально-экономическим проблемам его развития*. Как показывает практика, конфликты в трудовом коллективе при дополнительной эмиссии возникают из-за:

- ♦ недостаточной информированности членов коллектива об условиях дополнительной эмиссии;
- ♦ непродуманности организационных вопросов ее проведения;
- ♦ отсутствия контроля;
- ♦ игнорирования имеющегося опыта проведения дополнительных эмиссий;
- ♦ неучета изменений законодательства и нормативных актов;
- ♦ отсутствия рекламы;
- ♦ недостаточного опыта организаторов;
- ♦ неподготовленности экономического обоснования дополнительного выпуска.

Социально-экономические проблемы появляются, если: 1) не решены вопросы изменения размера уставного капитала; 2) не отрегулированы вопросы изменения номинальной стоимости акций; 3) не сбалансированы пропорции между номинальной и реальной рыночной стоимостью акций, между стоимостью акций и стоимостью иных аналогичных ценных бумаг; 4) не отработан механизм возможной конвертации ценных бумаг; 5) не продумана дивидендная политика; 6) не согласованы вопросы учетной политики предприятия и условия дополнительной эмиссии; 7) не учтены особые мнения членов совета директоров (наблюдательного совета) и ра-

ботников исполнительной дирекции, интересы отдельных акционеров; 8) не определены социально-экономические перспективы развития предприятия; 9) не выявлены возможные социально-экономические последствия дополнительной эмиссии; 10) не установлены границы возможного финансового риска.

Дополнительная эмиссия предполагает (в случае закрепления в государственной или муниципальной собственности пакета акций, обеспечивающего более 25% голосов) сохранение размера государственного участия в капитале предприятия. Иными словами, при дополнительной эмиссии на долю государственного или муниципального органа необходимо выделить количество акций, пропорциональное его пакету акций.

#### **11.4. Выпуск облигационного займа акционерным обществом**

Выпуск акционерным обществом облигационного займа — это перспективное направление привлечения финансовых ресурсов. Облигации являются высоколиквидными стабильными финансовыми инструментами, обеспечивающими устойчивый доход, связанный с фиксированными условиями выпуска облигационного займа. Поэтому, как правило, консервативно настроенные инвесторы, которые придерживаются пословицы “тише едешь — дальше будешь”, предпочитают облигации другим видам ценных бумаг. Облигации привлекательны и с позиций достаточно низкой ставки налогообложения. Акционерное общество может выпустить их до 25% уставного капитала при условии полной оплаты выпущенных акций. В ближайшем будущем многие предприятия будут вынуждены обращаться к выпуску облигаций для привлечения финансовых ресурсов.

Облигации привлекательны для большей части населения, так как являются доступным, надежным и привычным видом ценных бумаг. Не следует забывать и об утрате доверия к вложениям средств на банковские депозиты, хранению денег в банках после краха ряда коммерческих банков и при нестабильности ставки банковского процента. Однако изучение вопроса показало, что акционерные общества недопонимают финансовых возможностей облигаций или попросту боятся проблем, связанных с организацией их выпуска, а некоторые по инерции ждут вышестоящих указаний. Отметим, что финансовые ресурсы федерального и местных бюджетов весьма ограничены. Финансируются в основном крупные программы важного социального значения. В этих условиях акционерное общество должно самостоятельно решать проблемы финансирования. Одним из инструментов финансового обеспечения акционерного общества и является облигационный заем.

На основании анализа статистики рынка ценных бумаг можно сделать вывод, что наиболее стабильные финансовые источники в результате приватизации и акционирования получили предприятия топливно-энергетического, нефтедобывающего и нефтехимического комплексов. Тот факт, что рыночная стоимость акций предприятий этих отраслей в десятки, сотни раз превышает их балансовую стоимость свидетельствует о высоколиквидном рынке и достаточном наличии финансовых ресурсов. В связи с завершением приватизации и акционирования предприятий следует ожидать активизации интереса инвесторов к вторичному рынку ценных бумаг и появления новых облигаций акционерных обществ. Малоосвоенным является рынок ценных бумаг таких отраслей, как строительство, сельское хозяйство, автомобильный транспорт. Здесь имеются практически неограниченные возможности для развития рынка корпоративных облигаций.

Привлекая через размещение облигационного займа финансовые средства, акционерное общество кредитруется инвесторами на заранее оговоренных условиях. Однако оно несет достаточно большую финансовую ответственность за привлеченные финансовые ресурсы, обязано выплачивать проценты, погашать облигации. Владельцы облигаций имеют первоочередное право на получение дохода по сравнению с акционерами. Эмитент обязан в установленные сроки выплачивать купонный доход и погашать облигации, иначе по законодательству он может быть объявлен неплатежеспособным со всеми вытекающими из этого последствиями.

Как правило, эмитент создает специальный *выкупной фонд* для погашения облигаций. Он отчисляет в него, обычно ежемесячно, установленную сумму долга, чтобы к дате погашения займа иметь необходимый объем финансовых ресурсов. Выкупной, или отложенный фонд, гарантирует выкуп облигаций. Это весьма привлекательно для инвестора, но несколько обременительно для эмитента, так как фактически он заранее должен оплатить часть выпущенного облигационного займа. Рассматривая финансовые возможности облигаций, надо постоянно иметь в виду противоположность интересов эмитента и инвестора (табл. 11.3).

Финансовые возможности облигаций тесно связаны с показателями инвестиционного риска, которые в свою очередь зависят от показателей финансовой устойчивости, надежности и ликвидности.

## Оценка финансовых возможностей облигаций

Эмитент	Инвестор
<i>Преимущества</i>	
Привлечение заемных средств Гибкость сроков и условий погашения займа Благоприятная возможность размещения Достаточно высокая ликвидность Возможность регулирования выплаты процентов Невысокие ставки налогообложения Небольшие затраты на выпуск	Получение фиксированного дохода в определенный срок Гарантированный выкуп (погашение) Возможность перепродажи Достаточная степень безопасности, надежности и сохранности вложений Стабильное получение прибыли Первоочередное получение процентов по сравнению с обыкновенными акциями Обязательное взыскание долга
<i>Недостатки</i>	
Постоянная выплата части займа, процентов Необходимость оплаты досрочного отзыва Риск обеспечения займа активами Установление фиксированной цены выкупа Строго фиксированные сроки погашения Возможность потерь в случае досрочного отзыва Увеличение удельного веса заемных средств в структуре капитала	Изъятие финансовых ресурсов из наличного оборота Обесценение денег из-за инфляции Потери части дохода в случае досрочного выкупа Трудность прогнозирования достаточности дохода по облигациям в сравнении с другими вложениями капитала Ограничение прав облигационера условиями займа

### 11.5. Использование ценных бумаг при реструктуризации

*Реструктуризация* означает изменение структуры. Реструктуризация с использованием ценных бумаг стала проводиться в России с 1997 г. Основными нормативно-правовыми актами, регулирующими условия и порядок проведения реструктуризации, являются: Постановление Правительства РФ "Об условиях и порядке реструктуризации задолженности организаций по платежам в федеральный бюджет" от 5 марта 1997 г.; Постановление Правительства РФ

“О порядке проведения в 1998 году реструктуризации задолженности юридических лиц перед федеральным бюджетом” от 14 апреля 1998 г.; Федеральный закон “О несостоятельности (банкротстве)”.

Различают три формы реструктуризации:

- *реструктуризация задолженности* в федеральный и местные бюджеты. В этом случае возможна такая схема использования ценных бумаг. Пакет акций предприятия передается в счет уплаты долга в управление государства (муниципалитета). Государство (муниципалитет) самостоятельно организует работу предприятия или выставляет данный пакет акций на торги;

- *реструктуризация имущества*. Объявляется дополнительная эмиссия акций предприятия или организуется выпуск облигационного займа. На полученные в результате размещения займа денежные средства организуется реконструкция, модернизация предприятия. Возможен вариант расчета ценными бумагами предприятия за новое оборудование, новые производственные площади;

- *реструктуризация капитала*. В структуре капитала увеличивается удельный вес ценных бумаг. Это может происходить или за счет увеличения уставного капитала, связанного с повышением номинальной стоимости ценных бумаг по решению общего собрания акционеров, или за счет дополнительной эмиссии.

Использование при реструктуризации предприятия ценных бумаг может осуществляться различными способами. К основным способам относятся:

- ♦ дополнительная эмиссия акций. В этом случае возможны два варианта: 1) распродажа акций и погашение долгов; 2) погашение долгов пакетом ценных бумаг по согласованной стоимости;

- ♦ скупка акций у акционеров и погашение этими акциями долгов предприятия;

- ♦ конвертация ценных бумаг. Остановимся на этом способе более подробно.

В качестве примера рассмотрим ОАО “Вымпел”. На этом предприятии два цеха из четырех с переменным успехом являлись прибыльными, но в целом акционерное общество постоянно снижало объем производства. Зарботная плата работающих, несмотря на постоянную инфляцию, оставалась на одном уровне. В 1998 г. зарботная плата выплачивалась с задержкой в 3—4 месяца. Социальные выплаты работающим практически были нулевыми. Это породило недовольство среди работников предприятия. Так как цеха были не хозрасчетные, а работали на единый “котел”, на общество в целом, то между цехами началось выяснение отношений, “кто на кого больше работает”, которое в итоге и привело к реструктуризации предприятия. Было решено разделить акционерное общество на два общества по их месторасположению.

12 января 1999 г. состоялось расширенное заседание наблюдательного совета ОАО. Одним из пунктов повестки дня был пункт о созыве внеочередного общего собрания акционеров по вопросу реструктуризации общества в форме выделения двух цехов в качестве самостоятельного предприятия. За реструктуризацию проголосовали все члены совета, так как каждый понимал, что предприятие находится на грани банкротства и данная реструктуризация целесообразна. 25 февраля 1999 г. состоялось внеочередное общее собрание акционеров, на котором более 77% голосов акционеров, присутствующих на собрании, реструктуризация общества была принята.

В соответствии с решением общего собрания акционеров реструктуризация общества произведена в форме выделения и конвертации части акций ОАО “Вымпел” в акции нового общества. В составе ОАО “Вымпел” после реорганизации остались два цеха. На базе двух других цехов было создано новое открытое акционерное общество “Строитель”. Половина размещенных среди акционеров обыкновенных именных акций ОАО “Вымпел” были конвертированы в обыкновенные именные акции ОАО “Строитель” той же номинальной стоимости. Было определено, что уставный капитал ОАО “Строитель” формируется за счет выделения половины уставного капитала ОАО “Вымпел”.

Конвертированные акции были размещены в основном среди работников цехов, пенсионеров и уволенных бывших работников. Владельцы акций ОАО “Вымпел” изъявили желание не конвертировать принадлежащие им акции и остаться акционерами данного акционерного общества. Созданное в результате реструктуризации ОАО “Строитель” было зарегистрировано 12 марта 1999 г. постановлением главы администрации города, работает самостоятельно, имеет свой расчетный счет, индивидуальный номер налогоплательщика и все остальные обязательные реквизиты. Следует заметить, что в связи с реструктуризацией общества энтузиазм работников обоих предприятий, и старого, и нового, заметно повысился, что сказалось и на экономических показателях, которые в марте—апреле 1999 г. на 30—40% были выше, чем в соответствующий период 1998 г.

В соответствии с действующим законодательством региональным отделением ФКЦБ России была проведена выборочная проверка деятельности ОАО “Вымпел”. Целью проверки было выявление нарушений законодательства РФ о ценных бумагах, стандартов и требований, утвержденных ФКЦБ России и иных нормативно-правовых актов, регулирующих рынок ценных бумаг. По результатам проверки составлено заключение, в котором отмечаются некоторые нарушения законодательства о рынке ценных бумаг, допущенные при реструктуризации общества, которые предписывалось устранить в срок до 1 июля 1999 г. Проверкой, в частности, установлено:

1. Обществом нарушен порядок осуществления акционерами права требовать выкупа принадлежащих им акций. Сообщение о проведении общего собрания акционеров 25 февраля 1999 г., повестка дня которо-

го включала вопрос о реструктуризации, опубликованное в газете, не содержало информации о праве акционеров требовать выкупа со стороны общества принадлежащих им акций, цене и порядке осуществления выкупа. Правление общества исходило из того, что каждый акционер, который имеет намерение продать свои акции, всегда это может осуществить (скупку акций производит инвестиционная компания, а также работники реструктуризованного общества). Однако в объявлении о проведении общего собрания акционеров следовало в соответствии с Федеральным законом “Об акционерных обществах” дать информацию о праве акционеров требовать выкупа со стороны общества принадлежащих им акций, цене и порядке осуществления выкупа.

2. Общее собрание акционеров при рассмотрении вопросов, связанных с реструктуризацией общества в форме выделения, не утверждало разделительный баланс общества. Общему собранию акционеров от 25 февраля 1999 г. был представлен на рассмотрение проект разделительного баланса. Решением этого собрания право утверждения окончательного варианта было передано комиссии в составе шести человек. В соответствии с Федеральным законом “Об акционерных обществах” только общее собрание акционеров при рассмотрении вопросов, связанных с реорганизацией в форме выделения, имеет право утверждать разделительный баланс общества.

3. Утвержденный общим собранием акционеров от 25 февраля 1999 г. порядок конвертации акций ОАО “Вымпел” противоречит “Стандартам эмиссии акций и облигаций и их проспектов эмиссии при реорганизации коммерческих организаций”, утвержденным Постановлением ФКЦБ России от 11 ноября 1998 г., согласно которому каждому акционеру реорганизуемого акционерного общества должно размещаться целое число акций каждого акционерного общества, создаваемого в результате деления или выделения, пропорциональное числу принадлежащих ему акций. Проведенная конвертация также не отвечала Указу Президента РФ “О мерах по защите прав акционеров и обеспечению интересов государства как собственника и акционера” от 18 августа 1996 г., нарушала свободу выбора акционера, поскольку конвертация акций должна осуществляться по желанию их владельца.

Выбор конкретных форм и способов осуществления реструктуризации на основе использования ценных бумаг основан на объективной оценке возможностей предприятия с учетом особенностей действующего законодательства.

## Контрольные вопросы

1. Назовите функции акционерного общества на рынке ценных бумаг.
2. Охарактеризуйте инвестиционную деятельность акционерного общества на рынке ценных бумаг.
3. Как проводится оценка эффективности деятельности акционерного общества на рынке ценных бумаг?
4. Какие существуют варианты формирования акционерного капитала на рынке ценных бумаг?
5. Проанализируйте использование ценных бумаг в системе платежей предприятия.
6. Дайте характеристику использования ценных бумаг в процессе реструктуризации.
7. Как трактуются цели, задачи и основные процедуры акционерного общества на рынке ценных бумаг в Федеральном законе “Об акционерном обществе”.

## Проверочные задания

1. Выберите правильный ответ.

*Акционерное общество не вправе выкупать свои акции, если:*

- a) общая сумма средств, направляемых на выкуп акций, превышает 10% стоимости чистых активов;
- б) уставный капитал оплачен на 90%,
- в) стоимость чистых активов меньше резервного фонда.

2. Выберите правильный вариант ответа.

*Лицо, приобретающее... процентов акций, обязано за 30 дней оповестить об этом всех акционеров общества в письменной форме. (Варианты ответа: а) 20%; б) 25%; в) 30%).*

3. Найдите ошибку.

*Решение о заключении обществом сделки, в совершении которой заинтересованы акционеры, принимается общим собранием акционеров, если сумма сделки превышает 10% активов общества.*



## Тема 12

# ОРГАНИЗАЦИЯ МАРКЕТИНГОВЫХ ИССЛЕДОВАНИЙ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

---

### План занятия:

1. Цели, задачи и функции маркетинга.
2. Система маркетинга на рынке ценных бумаг.
3. Концепция, стратегия и тактика маркетинга.
4. Объекты маркетинговых исследований.
5. Направления, этапы и методы маркетинговых исследований.

### 12.1. Цели, задачи и функции маркетинга

*Маркетинг* — одна из функций рынка ценных бумаг наряду с фондовыми операциями, управлением, ценообразованием, прогнозированием, планированием, анализом и моделированием. Существует классическое определение маркетинга, принятое в мировой экономике. Маркетинг — это предпринимательская деятельность, которая управляет продвижением товаров и услуг от производителя к потребителю или пользователю, или социальный процесс, посредством которого прогнозируется, расширяется и удовлетворяется спрос на товары и услуги путем их разработки, продвижения на рынок и реализации.

Современный рынок ориентирован на потребителя, поиск сбалансированного соотношения между спросом и предложением конкретных видов товаров и услуг. Маркетинг играет ключевую роль на рынке, так как дает ответ на вопрос о соотношении спроса и объема продаж в натуральном и стоимостном выражении. Следует отметить, что эта ключевая роль маркетинга на российском рынке не реализована в полной мере. В качестве примера можно привести факт, что каждый пятый рубль население сберегает.

Маркетинг на рынке ценных бумаг включает анализ спроса, прогноз продаж, рекламную деятельность, проведение исследований, сбор информации, ценообразование, продвижение ценных бумаг на рынок и их реализацию. Естественно, что ни один эмитент или инвестор на рынке не могут одновременно выполнять все перечисленные функции. Для выполнения отдельных функций целесооб-

разно использовать специализированные организации (например, фондовые магазины, фондовые биржи и т.п.). Маркетинг обеспечивает нормальное функционирование рынка, позволяет решать на нем различные задачи. Рассмотрим соотношение функций маркетинга и задач рынка ценных бумаг (табл. 12.1). Функции маркетинга могут рассматриваться как элементы системы управления рынком.

**Таблица 12.1**  
**Соотношение задач рынка и функций маркетинга**

Задачи рынка	Функции маркетинга
Определение, оценка объема потребностей	Анализ рынка
Формирование предложения	Планирование фондовых операций
Определение цены	Ценообразование
Заключение сделок	Управление фондовыми операциями
Поддержание спроса	Продвижение ценных бумаг на рынок
Информирование агентов рынка	Реклама
Стимулирование потребностей потенциальных инвесторов	Формирование общественного мнения
Предвидение будущего состояния спроса и предложения	Прогнозирование рынка

Роль маркетинга на рынке состоит в повышении конкурентоспособности конкретного вида товаров и услуг, отдельных эмитентов; улучшении финансового положения хозяйствующих субъектов; обеспечении финансовой устойчивости экономики; достижении сбалансированности спроса и предложения; развитии инфраструктуры рынка; изучении мотивации участников рынка; определении наиболее эффективных способов, каналов реализации. Роль маркетинга на рынке ценных бумаг связана с оптимизацией фондовых операций.

Маркетинг имеет большое практическое значение, так как это один из инструментов регулирования рынка ценных бумаг. Отсутствие должного внимания к маркетингу означает снижение эффективности функционирования рынка в целом.

## 12.2. Система маркетинга на рынке ценных бумаг

Различают структурную и методологическую систему маркетинга на рынке ценных бумаг. *Структурная система* включает различные виды маркетинга. Рассмотрим два основных вида маркетинга на рынке ценных бумаг. Первый вид — это маркетинг, ориентированный на конкретную ценную бумагу, операцию или услугу. Его можно назвать **маркетинг эмитента**, так как эмитент в пер-

вую очередь заинтересован в продвижении ценных бумаг на рынок. Этот вид маркетинга характеризуется повышенным вниманием к составлению проспекта эмиссии. Перед новым выпуском ценных бумаг необходимо провести всесторонний предварительный анализ. Подготовка к решению вопроса о выпуске ценных бумаг предполагает следующие действия:

- тщательный анализ отрасли, в которой действует соответствующая компания;
- изучение положения компании в отрасли;
- изучение финансовой отчетности компании.

Второй вид маркетинга — маркетинг, ориентированный на потребителя (маркетинг инвестора). Он характеризуется повышенным вниманием к инвестиционным ожиданиям потенциальных покупателей. Необходимо знать величину отложенного спроса, доходность вложений в учреждения банковской системы, проценты по вкладам, предлагаемые различными финансовыми компаниями. Успех этого вида маркетинга во многом зависит от владения рыночной информацией. Существует также смешанный вид маркетинга — маркетинг нацеленный одновременно и на продавца (эмитента) и на покупателя (инвестора). Практически третий вид самый перспективный, так как одновременно учитывает и особенности спроса и специфику предложения, а значит, позволяет их сбалансировать уже на стадии маркетинговых исследований.

Можно трактовать систему маркетинга на рынке ценных бумаг и как совокупность объектов и субъектов маркетинговых исследований и отношений между ними. Это *организационная система маркетинга*. Объектами маркетинговых исследований являются операции по продаже ценных бумаг, а также продвижение ценных бумаг на рынок, реклама и другие, которые подробно рассмотрены в разделе 12.4. Субъектами маркетинговых исследований являются специалисты — маркетологи, эксперты, аналитики и иные заинтересованные профессиональные участники рынка ценных бумаг.

Деятельность субъектов маркетинговых исследований должна оплачиваться, финансироваться. Для финансирования маркетинговых исследований необходимы финансовые затраты — так называемые маркетинговые издержки. К маркетинговым издержкам можно отнести:

- затраты на подбор кадров, включающие рекламу, услуги отдельных опытных сотрудников по подбору потенциальных работников;
- затраты на подготовку специалистов, свободно ориентирующихся на рынке ценных бумаг, знающих спрос и мотивы поведения инвесторов, владеющих техникой продаж, информацией о предоставляемых ценных бумагах и предоставляемых услугах;

- ♦ затраты на оборудование офиса, рекламную литературу;
- ♦ затраты на изучение различных факторов (количество потенциальных и реальных инвесторов, частота выхода на инвестора, продолжительность одного выхода на инвестора — телефонный разговор или же другая форма общения), уровень конкуренции;
- ♦ затраты по определению квот прежде всего для контроля за активностью операций по продаже. В основном эти квоты могут быть определены путем изучения спроса потенциальных инвесторов, продвижения нового вида ценных бумаг на рынок или оказания услуг по операциям с ценными бумагами.

*Методологическая система маркетинга* на рынке ценных бумаг — это совокупность отдельных методов и приемов маркетинга, его логика, т.е. последовательность различных этапов маркетинга.

### 12.3. Концепция, стратегия и тактика маркетинга

Концепция — это общее обоснованное направление деятельности на рынке, ориентированное на удовлетворение потребностей его участников. *Концепция маркетинга* на рынке ценных бумаг отражена в законодательных и нормативных актах и изменяется по мере развития самого рынка. Если на этапе становления рынка она состояла в минимизации усилий и затрат и максимизации охвата потенциальных инвесторов, то в настоящее время — в максимизации усилий по активизации рынка. Четкое формулирование концепции маркетинга способствует развитию рынка, а ее реализация обеспечивает эффективную деятельность на рынке. Следует отметить, что вопросам обоснования концепций маркетинга на российском рынке уделяется недостаточное внимание. Вместе с тем возникло понимание, что маркетинг — это основа успешного бизнеса на рынке.

Концепция маркетинга конкретизируется при определении политики, стратегии и тактики маркетинга на рынке ценных бумаг. *Политика маркетинга* предполагает постановку конкретных целей (где, когда, сколько и по какой цене продавать или покупать ценные бумаги). Политика конкретизируется в стратегии и тактике. *Стратегия маркетинга* понимается как долгосрочная политика на рынке ценных бумаг и характеризуется диагностическим анализом существующей ситуации и прогнозированием перспективы. При этом определяются оптимальные варианты развития рынка ценных бумаг; выбираются первоочередные и вспомогательные цели, выявляются материальные, трудовые и финансовые ресурсы. Стратегию маркетинга составляют:

- формулирование цели;
- определение задач;

- выбор видов исследований;
- расчет цен;
- установление сроков.

*Тактика маркетинга* в качестве краткосрочной политики рассматривается как определение комплекса мероприятий по реализации стратегии. Здесь осуществляется сегментация рынка ценных бумаг и ранжирование целей.

## **12.4. Объекты маркетинговых исследований**

Маркетинговые исследования представляют собой комплекс мероприятий по исследованию вопросов, связанных с процессом выпуска, размещения, обращения, конвертации, обмена, дарения, наследования и иных способов обращения ценных бумаг на первичном и вторичном рынках. В этот комплекс мероприятий входят: сегментация рынка, изучение видов ценных бумаг и их инвестиционных качеств, анализ форм обращения. К объектам маркетинговых исследований на рынке ценных бумаг относятся:

- выпуск ценных бумаг, инвестирование средств в ценные бумаги;
- диагностика фондовых операций;
- исследование каналов сбыта;
- рекламная деятельность;
- определение наиболее эффективных способов обращения ценных бумаг;
- изучение потенциальных инвесторов;
- изучение мотивации инвесторов;
- анализ конкурентоспособности;
- оценка риска;
- оценка эффективности (прибыльности) обращения и выпуска ценных бумаг.

По каждому из названных объектов существует целый ряд целей и задач маркетингового исследования, специальных методов. Например, при исследовании мотивации инвесторов главный интерес состоит в определении прямых и косвенных, объективных и субъективных причин их действий (стремление приобрести данные ценные бумаги, осуществить определенную фондовую операцию и т.д.). Анализ мотивов поведения инвесторов, оценка их предпочтений опираются на специальный инструментарий. Используются экспертные оценки, система тестирования, анкетирования, логическое моделирование. Цель исследования мотивации инвесторов — выявить главные определяющие мотивы поведения инвесторов на рынке ценных бумаг. Его задачи — установить всевозможные мотивы поведения инвесторов на рынке ценных бумаг, определить сис-

тому потребительских предпочтений, изучить структуру потребительского спроса, рассмотреть региональную градацию мотивов, определить степень влияния макросреды, выявить особенности предпочтений в зависимости от отраслевой принадлежности эмитентов и инвесторов.

Объектом маркетинговых исследований являются различные виды ценных бумаг и операций с ними. Основные виды операций с ценными бумагами приведены ниже.

### **Основные виды операций с ценными бумагами**

Биржевая торговля	Информационное, методологическое, правовое, аналитическое и консультационное обслуживание, услуги по сопровождению операций с ценными бумагами
Внебиржевая торговля	Инкассация платежей по ценным бумагам
Продажа собственных ценных бумаг	Посредничество в организации выпуска и первичном размещении ценных бумаг
Продажа ценных бумаг по поручению	Реинвестирование дивидендов по ценным бумагам, а также доходов, получаемых от прироста их курсовой стоимости
Осуществление инвестиций в ценные бумаги	Размещение ценных бумаг в качестве залога
Организация клиринга и расчетов по операциям с ценными бумагами, техника их регистрации, учета, хранения и др.	Предоставление и получение ссуд ценными бумагами
Осуществление расчетов по ценным бумагам	Получение и предоставление гарантий по операциям с ценными бумагами
Перерегистрация ценных бумаг на номинального держателя	Посредничество в страховании рисков, связанных с ценными бумагами и операциями с ними
Хранение, перевозка и пересылка ценных бумаг по поручению	Ведение бухгалтерского учета и составление отчетности по операциям с ценными бумагами
Возврат (частичный или полный) отзывных облигаций или привилегированных акций в случае их отзыва эмитентом до срока погашения	Управление портфелем ценных бумаг, реализация стратегий портфельного инвестирования
Погашение ценных бумаг	Выполнение процедур по правовой фиксации факта неплатежа по долговому ценным бумагам, а также последующему взысканию платежей по невыполненным денежным обязательствам
Безвозмездная поставка ценных бумаг на счет клиента (безвозмездная передача ценных бумаг со счета клиента)	
Выплата дивидендов акциями	
Сплит акций, реверсивный сплит	
Конвертирование ценных бумаг	
Замена ценных бумаг при их порче, краже, потере и т.д.	

Обмен ценных бумаг при разделении компании	Реализация тендерного предложения
Обмен ценными бумагами между акционерными обществами	Операции с вексельным и чековым портфелем
	Страхование финансовых рисков по кредитно-депозитным операциям

Следует отметить, что в России существуют реальные предпосылки активизации маркетинговых исследований на региональных рынках ценных бумаг. К организационным предпосылкам относятся: наличие фондовых центров и фондовых магазинов, инвестиционных компаний, финансовых брокеров и дилеров, создание региональных комиссий по ценным бумагам и фондовому рынку.

Таким образом, объектом маркетинговых исследований выступают потребности потенциальных инвесторов (уровень спроса), обоснование уровня предложения, вопросы регулирования обращения и ценообразования на рынке ценных бумаг. К основным задачам маркетинговых исследований относятся: создание механизмов изучения спроса и предложения на рынке ценных бумаг, анализ мотивации поведения участников рынка, работа по связям с общественностью и формированию общественного мнения, реклама, изучение конкурентной среды, исследование каналов сбыта и сегментов рынка ценных бумаг. Выполнение этих задач способствует повышению эффективности рынка ценных бумаг.

## **12.5. Направления, этапы и методы маркетинговых исследований**

Основными направлениями маркетинговых исследований на рынке ценных бумаг являются следующие: 1) исследование потенциального спроса на ценные бумаги; 2) внедрение ценных бумаг на рынок; 3) реализация ценных бумаг; 4) продвижение ценных бумаг на рынок; 5) воздействие эмитента на инвестора; 6) информационно-аналитическая работа; 7) изучение спроса и поведения инвесторов; 8) мотивация поведения эмитентов и инвесторов; 9) формирование общественного мнения.

**Исследование потенциального спроса на ценные бумаги.** В настоящее время маркетинговые исследования начинаются на этапе подготовки проспекта эмиссии. В результате такой подготовки решается вопрос о том, следует ли проводить выпуск новых ценных бумаг. В случае если принимается решение о подписке на ценные бумаги, осуществляются следующие шаги:

- выбирается тип выпускаемых ценных бумаг. Выбор основан на анализе стабильности выручки, перспектив на будущее, потребностей корпорации в заемных средствах, состояния рынка и т.д.;

- обосновываются защитные процедуры (положения о защите прав держателей ценных бумаг, ограничения обязательств компании-эмитента и т.д.);

- обосновываются масштабы и момент выпуска ценных бумаг;
- выбирается метод размещения выпуска;
- подготавливается проспект размещения ценных бумаг.

Помимо определения того, какой тип ценных бумаг стоит выпускать исходя из параметров деятельности, перспектив и потребностей выпускающей корпорации, не менее важный для эмитента вопрос — какие ценные бумаги потребуются их покупателям. Необходимо учесть принцип оптимального сочетания безопасности (стабильность получения дохода), доходности (максимизация дохода от инвестиций) и ликвидности (быстрое, без потерь обращение ценных бумаг в деньги). Эмитенты и инвестиционные институты, осуществляющие по соглашению с эмитентом продажу ценных бумаг их первым владельцам, вправе избирать любую процедуру проведения выпуска, которая не противоречит законодательству.

**Внедрение ценных бумаг на рынок.** Процесс внедрения ценных бумаг на рынок эффективен только в том случае, если выпущенные ценные бумаги будут выгодно и быстро размещены. Это зависит от выбранного типа ценных бумаг и их инвестиционного риска. Самая большая проблема, которая присуща данному виду маркетинговых исследований, — это оценка конкурентоспособности. Выбранная ценная бумага должна отвечать стандартным требованиям, обладать качествами престижного товара, иметь хорошую рекламу. В получении полной и объективной информации о сделках с ценными бумагами заинтересованы:

- ♦ *эмитенты* — им необходима информация о собственниках ценных бумаг. Для этого применяется механизм ведения реестра владельцев именных ценных бумаг;

- ♦ *инвесторы* — они заинтересованы в точной и четкой фиксации прав собственности на ценные бумаги. Раньше для упрощения процедуры фиксации и перехода прав собственности обязательства оформляли в виде ценных бумаг. Позднее ценные бумаги стали хранить в депозитариях с ведением специальных счетов депо. С помощью последних фиксируются и передаются права по ценным бумагам;

- ♦ *государственные налоговые органы* — для них введен механизм регистрации факта сделки.

**Реализация ценных бумаг.** Только путем продажи ценных бумаг эмитент покроет эмиссионные расходы, маркетинговые издержки и получит прибыль. Поэтому эмитенту необходимо проводить маркетинговые исследования и разобраться в сути процесса продажи ценных бумаг. Для продажи ценных бумаг необходимо, чтобы на



них был спрос, который нужно уметь формировать, что предполагает работу по рекламе и организации связей с общественностью. Сбытовые операции начинаются еще до выхода ценных бумаг на рынок. Чтобы продажа ценных бумаг проходила успешно, необходимы предпродажная подготовка, стимулирование работы персонала, его обучение эффективным приемам и методам работы, поддержание регулярной связи с посредниками. Продажа ценных бумаг — это не только процесс финансового оформления сделок и физическая передача ценных бумаг от продавца покупателю. Это прежде всего процесс оказания содействия перспективному инвестору в том, чтобы он приобрел ценные бумаги, которые имеют коммерческое значение как для продавца, так и для покупателя.

**Продвижение ценных бумаг на рынок.** Изучение каналов сбыта ценных бумаг — одна из важных задач маркетинговых исследований. *Канал распределения* — это совокупность предприятий и отдельных лиц, которые приобретают право собственности на ценные бумаги или осуществляют посреднические услуги по передаче этого права. Субъекты канала распределения (эмитенты и посредники) выполняют следующие функции:

- исследовательские работы (сбор информации, необходимой для планирования и облегчения обмена);
- стимулирование сбыта (налаживание и поддержание связей с потенциальными инвесторами);
- проведение переговоров (согласование цен и прочих условий для последующей передачи права собственности или владения ценными бумагами);
- финансирование (изыскание и использование средств для покрытия издержек по функционированию канала распределения);
- принятие риска (принятие на себя ответственности за функционирование канала сбыта).

**Воздействие эмитента на инвестора.** Маркетинговые исследования рынка ценных бумаг включают изучение системы *маркетинговых коммуникаций*, т.е. комплекса мер по воздействию эмитента на инвестора. Система маркетинговых коммуникаций включает: рекламу, стимулирование сбыта, прямой маркетинг, решения, принимаемые службой маркетинга. Так, *стимулирование сбыта* предполагает воздействие на инвесторов, продавцов и посредников. Стимулирование сбыта заключается в предложении инвесторам ощутимой коммерческой выгоды, которая побуждает их приобретать ценные бумаги. Посредники побуждаются к увеличению объема операций с ценными бумагами, расширению круга инвесторов. Методы воздействия при этом сводятся к субсидированию рекламы и другим подобного рода мероприятиям. Продавцы нацеливаются на достижение высоких показателей в работе. Стимулирова-

ние здесь может заключаться в формах морального воздействия, денежном вознаграждении, дополнительных отпусках, развлекательных поездках за счет предприятия, ценных подарках и т.д. Стимулирование сбыта наиболее эффективно, когда на рынке много конкурирующих ценных бумаг с примерно равными свойствами; когда нужно защитить позиции эмитента на рынке при переходе ценных бумаг в стадию зрелости; когда ценные бумаги впервые вводятся на рынок. При *прямом маркетинге* предприятие-эмитент (его сотрудники) принимает непосредственное участие в распространении необходимой информации и т.п.

**Информационно-аналитическая работа.** Маркетинговые исследования включают информационно-аналитическую работу по определению каналов коммуникации и по установке целей, практике тиражирования рекламы. Пути определения каналов коммуникации являются контакты через фондовые центры, связи с общественностью, средства массовой информации, почта, реклама.

*Реклама* подразделяется на товарную и фирменную. *Товарная реклама* — это информация о свойствах и инвестиционных качествах ценных бумаг. Такая реклама нацеливает инвестора на приобретение ценных бумаг, создает спрос на них. *Фирменная реклама* — это реклама предприятия-эмитента, его сильных сторон и достижений. Задачей фирменной рекламы является создание в обществе, среди потенциальных инвесторов предпочтительного имиджа, образа, который вызывал бы доверие к самому предприятию и ценным бумагам, выпускаемым им. Реклама преследует следующие цели:

- ♦ распространить информацию;
- ♦ повысить осведомленность участников рынка;
- ♦ привлечь внимание потенциальных инвесторов;
- ♦ побудить у них желание купить ценные бумаги;
- ♦ способствовать увеличению объема операций с ценными бумагами.

Рекламными считаются любые средства, используемые для рекламных сообщений инвесторам с целью оказания на них влияния (газеты, журналы, телевидение, радио, уличные рекламные щиты). Основной проблемой маркетинговых исследований рекламной деятельности является выбор рекламных средств, которые лучше всего отвечали бы поставленным задачам. Существуют количественные (сколько людей будет охвачено рекламой, затраты на рекламу) и качественные критерии выбора (какие типы инвесторов получают рекламные сообщения). Затраты на рекламу складываются из издержек на получение детальной информации о реализуемом объекте, ее обработку и тиражирование через средства массовой информации.

Маркетинговые исследования изучают основные цели рекламы, к которым относятся:

- разработка рекламного плана, включаемого в общую маркетинговую программу;
- эффективное использование рекламного бюджета;
- выбор рекламного агентства, поддержание связей с ним;
- предоставление рекламному агентству информации о компании, ее целях и задачах на рынке ценных бумаг, об эмитируемых ценных бумагах;
- подготовка или приобретение различных материалов для продвижения ценных бумаг на рынок;
- координация рекламы и операций по продаже ценных бумаг.

Различают следующие основные фазы разработки рекламной программы (рис. 12.1).



**Рис. 12.1. Фазы разработки рекламной программы**

*Определение рекламных целей.* Если у эмитента нет конкретных и точных рекламных целей, то лучше всего средства истратить на решение других функциональных задач маркетинга. При наличии таких целей можно определить эффективность реализации рекламной программы. К рекламным целям относят достижение определенного объема продаж ценных бумаг за неделю или месяц, повышение доли инвесторов, которые бы имели устойчивое представление об эмитенте и его ценных бумагах.

*Определение рекламного бюджета.* На этом этапе важно подсчитать все рекламные расходы по каждой из поставленных целей, сравнить их с отпущенными средствами. Обычно рекламные средства определяют в процентах от общих бюджетных расходов на маркетинг.

*Разработка рекламных идей и концепций.* Это прежде всего выбор темы, которая должна способствовать достижению целей рекламной программы. Большое значение в этой работе имеет учет потребительских мотивов для предполагаемых рыночных сегментов. Для

эмитентов, рассчитывающих на немедленный эффект, учитываются такие факторы, как экономичность или эмоциональные мотивы.

*Разработка рекламных текстов.* На этом этапе необходимо определить способы тиражирования рекламного текста, добиться доходчивости рекламного сообщения и т.п.

*Выбор каналов и средств рекламы.* Существует множество каналов и средств рекламы. Основным критерий их выбора — это минимальные издержки.

*Реализация программы и определение результатов.* В зависимости от промежуточных результатов принимаются решения усилить, ослабить или прекратить рекламную программу.

*Определение эффективности рекламы.* В этой фазе необходимо дать количественную оценку эффективности рекламной программы, отказаться от нерезультативных рекламных мероприятий и использовать положительный опыт в будущих рекламных кампаниях.

Реклама — средство конкурентной борьбы. Она дает возможность переманивать инвесторов из одной компании в другую, а не увеличивать их число на рынке ценных бумаг. Но реклама нередко вводит людей в заблуждение. Встречаются даже случаи мошеннической рекламы. Обман эмитентами потенциальных инвесторов не поможет создать постоянный рынок сбыта ценных бумаг, так как если ценные бумаги не соответствуют рекламным обещаниям, то их не будут покупать. Большое значение имеет информация о профессиональных участниках рынка ценных бумаг: кто какие услуги оказывает и т.п. Тогда из многих предложений на рынке ценных бумаг эмитент или инвестор может выбрать те, которые ему больше подходят.

**Изучение спроса и поведения инвесторов.** Анализ спроса и поведения инвесторов дает возможность более точно определить оптимальный объем продаж ценных бумаг на рынке. Это направление маркетинговых исследований подразделяется на три элемента:

- ♦ определение комплекса социально-экономических, демографических и психологических факторов;
- ♦ отдельное изучение каждого из этих факторов и определение степени их влияния на потребительский спрос;
- ♦ определение средне- и долгосрочных тенденций развития этих факторов.

Важное значение имеют демографические факторы: численность населения, уровень рождаемости, возрастной состав населения, географическое распределение населения и т.д. Среди социально-экономических факторов выделяются: уровень доходов и сбережений, уровень образования, профессиональный и семейный состав населения. Изучение возможного влияния неконтролируемых фак-

торов может быть связано с совершенно неожиданными направлениями. Например, изучение отказа от приобретения определенных видов ценных бумаг какими-то знаменитостями, что после освещения телевидением или прессой превращается в серьезный рыночный фактор.

**Мотивация поведения эмитентов и инвесторов.** Одним из ключевых вопросов маркетинговых исследований является изучение мотивации поведения эмитентов и инвесторов на рынке ценных бумаг. *Мотивация поведения* — это процесс побуждения деятельности для достижения каких-то целей. Принять решение о том, акционером какого предприятия стать или как получить максимум возможного от имеющегося портфеля акций, не просто. Для достижения успеха недостаточно составить список предприятий, акции которых хотелось бы купить, как это делают домохозяйки, составляя список необходимых товаров перед тем, как пойти в магазин. Помимо всего прочего необходимо решить, какая форма инвестиций наиболее приемлема. Каждая из этих форм имеет свои положительные и отрицательные стороны как для инвесторов, так и для эмитентов. Положение особенно осложняется тем, что существуют различные рынки ценных бумаг. Не исключено, что некоторые люди покупают акции лишь для того, чтобы называться акционерами. Кроме того, бывают случаи, когда акции приобретаются лишь из чувства симпатии к конкретной компании.

Решение о покупке ценных бумаг можно принять в расчете на получение большой прибыли. При этом надо иметь в виду, что существует определенный риск. Риск меньше, если деньги хранятся в банке. Вместе с тем в этом случае доход будет сравнительно низким. Вложение средств в акции (и в меньшей степени в другие ценные бумаги) может увеличить доход инвестора. Доход по акциям напрямую связан с функционированием предприятия-эмитента. Если его финансовое положение улучшается, то и прибыль инвестора увеличивается, и наоборот. Удача зависит от того, насколько успешно работает предприятие-эмитент, акции которого приобрел инвестор. Этим доход по акциям в корне отличается от фиксированного банковского процента.

**Формирование общественного мнения.** Связи с общественностью (public relations) — очень важная сторона деятельности и частных организаций, и правительственных учреждений. Это процесс, направленный на формирование благоприятного общественного мнения по отношению к операциям эмитента на рынке ценных бумаг. Если реклама является частью процесса продаж ценных бумаг, то связи с общественностью дополняют исполнительную или административную деятельность эмитента. Реклама направлена на то,

чтобы захватить часть рынка для продвижения ценных бумаг эмитента. Связи с общественностью представляют собой спланированные постоянные усилия с целью создания доброжелательного отношения к эмитенту и его операциям. Очевидно, что само существование рынка ценных бумаг зависит от связей с общественностью.

В качестве целей развития связей с общественностью рассматриваются: изучение общественного мнения по отношению к эмитенту и его деятельности; опровержение искаженной или ложной информации об эмитенте; гуманизация бизнеса путем его персонализации (в частности, путем периодических выступлений одного из представителей эмитента перед общественностью); обеспечение поддержки со стороны различных слоев или групп населения. Эти цели весьма актуальны, поскольку от общественной репутации эмитента во многом зависят его позиции на рынке ценных бумаг и соответственно его финансовые успехи. Основными критериями для определения репутации эмитента являются: уровень инноваций, финансовая стабильность, ответственность; отношение к окружающей среде; эффективность использования капитала; качество менеджмента; качество оказываемых услуг; способность привлекать к работе талантливых специалистов; объем долгосрочных инвестиций и их рентабельность и т.д.

К представителям общественности на рынке ценных бумаг принято относить инвесторов и дилеров, держателей акций. Инвесторы являются самой крупной и наиболее важной группой участников рынка ценных бумаг, потому что ни один бизнес не может процветать без доброжелательного отношения потребителей. Хорошие деловые отношения с дилерами и другими профессиональными участниками рынка, которые продают ценные бумаги эмитента, также имеет важное значение для бизнеса. В развитии связей с общественностью существенную роль играют *деловые ассоциации*. К основным функциям деловых ассоциаций относятся: сбор и обработка статистических данных по эмитентам ценных бумаг; разработка и осуществление программ развития связей с общественностью; продвижение ценных бумаг на рынок.

Чрезвычайно важное место в связях с общественностью занимают отношения со средствами массовой информации (СМИ). В отношениях со СМИ необходимо учитывать следующие рекомендации:

- контакты с прессой вести через руководителя фирмы;
- оперировать только фактами;
- учитывать общественный интерес к операциям с ценными бумагами;
- быть источником информации для прессы, а не объектом ее работы;

- оперативно реагировать на интерес прессы;
- в ответственных случаях советоваться с юристами о форме ответов прессе;
- говорить только правду и ничего не говорить, если правду сказать нельзя.

### **Контрольные вопросы**

1. Каковы законодательные основы маркетинга на рынке ценных бумаг?
2. Какие теории лежат в основе маркетинговых исследований рынка ценных бумаг?
3. Какие концепции развития маркетинга на рынке ценных бумаг вы знаете?
4. Сколько существует этапов маркетинговых исследований рынка ценных бумаг?
5. В чем состоят главные задачи маркетинга на рынке ценных бумаг?

### **Проверочные задания**

1. Вставьте нужное слово.

*Главная задача... исследования — поиск идей и гипотез, понимание ситуации на рынке ценных бумаг. (Слова для вставки: экспериментальное, зондажное, казуальное, дескриптивное, описательное.)*

2. Закончите предложение.

*Рынок ценных бумаг в России как объект маркетинговых исследований характеризуется...*

3. Вычеркните ненужное.

*Маркетинг на рынке ценных бумаг — предпринимательская деятельность, вид научных исследований, часть менеджмента, функция рынка ценных бумаг.*

## Тема 13

# ПРИНЦИПЫ И ПРАКТИКА ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

---

### План занятия:

1. Задачи и принципы ценообразования на рынке ценных бумаг.
2. Виды и функции цен.
3. Методы и факторы ценообразования.
4. Специфика ценообразования на первичном и вторичном рынке ценных бумаг.
5. Особенности ценообразования на различные виды ценных бумаг.

### 13.1. Задачи и принципы ценообразования на рынке ценных бумаг

Согласно классическому определению экономической теории, *цена* — это денежное выражение стоимости ценных бумаг. Цена — это количественное выражение тех затрат, которые несет эмитент, чтобы получить прибыль. Понятие цены тесно связано с понятием *рыночной стоимости*. При этом рыночная стоимость понимается как стоимость ценных бумаг, определяемая затратами эмитента и регулирующая рыночную цену. С другой стороны, для инвестора цена — это денежное выражение стоимости приобретаемых ценных бумаг.

Задачами ценообразования на корпоративном рынке ценных бумаг являются: 1) отражение реального соотношения спроса и предложения; 2) реализация конкретных целей ценообразования; 3) учет разнообразных факторов. К основным *принципам ценообразования* относятся следующие:

- научный подход;
- целевая направленность;
- сопоставимость по разным периодам времени;
- учет уровня цен на аналогичные финансовые инструменты;
- отражение реального уровня затрат на фондовые операции.

По мере становления рынка ценных бумаг возрастает значение системы формирования цен на этом рынке. Цены служат важнейшей экономической категорией, регулятором рынка. В формировании цен на фондовом рынке участвуют эмитенты и инвесторы, посредники и специалисты. Система формирования цен на бумаги, выпускаемые эмитентами, основана на следующих основных принципах:



- целевая направленность в зависимости от ценовой политики и ценовой стратегии;
- научность, т.е. обоснованность целей ценообразования, видов цен и отдельных элементов цены;
- выгодность, т.е. отражение в цене целесообразности эмиссии ценных бумаг или операций с ними;
- реальность или достоверность, т.е. воплощение в цене бумаг фактических издержек на эмиссию;
- сопоставимость, т.е. возможность сравнения цен разных категорий ценных бумаг;
- сочетание стратегии и тактики ценообразования;
- уменьшающаяся полезность (т.е. чем больше ценных бумаг на рынке, тем меньшую ценность представляет каждая дополнительная единица);
- различие в потребностях инвесторов. Степень настоятельности потребности инвестора в приобретении ценных бумаг помогает определить, какую сумму он готов заплатить за них;
- разница в доходах инвесторов. Доходы инвесторов или их платежеспособность оказывают воздействие на спрос. При увеличении доходов спрос повышается и соответственно при снижении доходов — уменьшается.

Принципы ценообразования реализуются в зависимости от *стратегии ценообразования*. Стратегии ценообразования различают в зависимости от выбранных целей:

- быстрое получение прибыли от продажи;
- завоевание части рынка;
- установление высокой первоначальной цены (стратегия “снятия сливок”);
- установление низкой первоначальной цены;
- проникновение на рынок;
- установление цены на основе калькуляции затрат;
- персональные взаимоотношения с клиентом;
- антизатратный подход;
- установление цены на уровне рыночной.

Ценообразование как процесс формирования цен на рынке ценных бумаг осуществляется по определенным правилам, с использованием конкретных методов, на основе общепринятых принципов и с учетом отдельных факторов.

### **13.2. Виды и функции цен**

На рынке ценных бумаг применяются многие виды цен. Цены классифицируются по следующим признакам: 1) вид ценных бу-

маг; 2) тип эмитента; 3) сегмент рынка; 4) вид операций на рынке ценных бумаг; 5) место и время ценообразования.

На рынке ценных бумаг различают следующие цены:

- *номинальная* — обозначена на бланке ценной бумаги. Определяется в проспекте эмиссии при выпуске в обращение ценных бумаг. В некоторой степени это условная величина, поскольку даже на первичном рынке ценные бумаги могут продаваться не по номинальной стоимости. Номинал информирует о том, какая часть стоимости уставного капитала приходилась на одну акцию в момент формирования акционерного общества или решения вопроса о размере уставного капитала в случае его изменения;
- *эмиссионная* — цена продажи ценной бумаги при ее первичном размещении (может не совпадать с номинальной ценой);
- *балансовая* — определяется на основе финансовой отчетности предприятия как стоимость имущества акционерного общества, образованного за счет собственных источников, деленная на количество выпущенных акций;
- *учетная* — по которой ценные бумаги числятся на балансе предприятия в данный момент времени;
- *курсовая (рыночная)* — отражает соотношение спроса и предложения;
- *биржевая* — определяется на бирже в процессе торгов;
- *дисконтированная, или текущая* — определяется с учетом дисконтных множителей и норм инвестирования.

К функциям цен относятся:

- ♦ *учетная* — в процессе ценообразования на рынке ценных бумаг учитывается (фиксируется) определенная стоимость;
- ♦ *контрольная* — посредством установления различных цен осуществляется контроль за движением стоимости разных видов ценных бумаг;
- ♦ *балансирования спроса и предложения* — при повышенном спросе и сокращении предложения отдельных видов ценных бумаг цены на них растут; соответственно при уменьшении спроса и росте предложения цены падают;
- ♦ *перераспределительная* — в результате отклонения цены от стоимости вновь созданная стоимость перераспределяется между отраслями и регионами, накоплением и потреблением;
- ♦ *управления* — цена в условиях рынка определяет, в каком количестве и какого инвестиционного качества будут выпускаться ценные бумаги, как будет осуществляться их выпуск, с какими затратами и какой прибылью, кто и какие ценные бумаги будет приобретать в зависимости от уровня доходов и потребительского бюджета.

### 13.3. Методы и факторы ценообразования

Ценообразование на рынке ценных бумаг может осуществляться экспертным, аналитическим, статистическим, нормативно-параметрическим (балльным), балансовым методами и на основе экономико-математического моделирования. Дадим характеристику отдельным методам ценообразования.

*Экспертный метод* основан на использовании аргументированных заключений экспертов (признанных специалистов) об уровне реальной стоимости той или иной ценной бумаги или цене определенной фондовой операции.

*Аналитический метод* предполагает, что уровень цены определяется в результате детального анализа конъюнктуры рынка, выполнения диагностического факторного анализа, мониторинга.

*Статистический метод* базируется на статистическом анализе с использованием средних величин, индексов, дисперсии (абсолютного отклонения от средних величин), вариации (относительного отклонения от средних величин), применении корреляционного и регрессионного анализа. В настоящее время в ценообразовании на региональных рынках ценных бумаг наиболее активно используются фондовые индексы, которые позволяют определить общую тенденцию изменения конъюнктуры рынка на определенные виды ценных бумаг.

*Нормативно-параметрический (балльный) метод* на практике реализуется следующим образом. Каждая инвестиционная характеристика ценной бумаги или фондовой операции (параметр) имеет определенный диапазон нормативных значений. Выбранная нормативная единица оценивается тем или иным количеством баллов. Далее баллы суммируются, и полученная общая сумма баллов умножается на принятую заранее стоимостную оценку одного балла. В результате получается определенный стоимостный уровень цены.

*Балансовый метод* теоретически является самым простым. Стоимость имущества, зафиксированная в официальной отчетности предприятия, делится на общее количество акций. На практике использовать этот метод достаточно сложно прежде всего из-за того, что стоимость имущества периодически меняется в ходе переоценки основных фондов, а также из-за нежелания многих участников фондового рынка иметь дело с реальными стоимостями ценных бумаг. Например, если вы решаете купить акции какого-либо предприятия, то выгоднее это сделать при номинальной цене акций 1000 руб., нежели 2000 руб.

*Экономико-математическое моделирование* в виде имитационных моделей или динамического моделирования на основе графических или логических моделей с использованием компьютерных тех-

нологий базируется на построении неких схем, фиксирующих определенные зависимости и учитывающих конкретные факторы, оказывающие как положительное, так и отрицательное влияние. Безусловно, это весьма перспективный метод ценообразования на рынке ценных бумаг.

В условиях рыночной экономики в формировании цен на ценные бумаги участвуют эмитенты и инвесторы, каждый из которых имеет свои интересы и ориентиры. В целом методические подходы при формировании цены можно разделить на три вида:

- *ориентация на рынок.* Этот подход рассчитан на установление первоначально низкой цены с целью привлечь как можно больше инвесторов. Он используется, если очевидно, что на рынке имеется незначительное число инвесторов, готовых платить первоначально высокую цену, а также при наличии конкурентов, готовых предложить аналогичные ценные бумаги;

- *ориентация на издержки.* Этот подход используется, когда у фирмы слишком широкий ассортимент оказываемых услуг по операциям с ценными бумагами, что делает слишком дорогостоящим проведение калькуляции затрат на каждый вид услуг;

- *ориентация на конкуренцию.* Цены нужно устанавливать исходя из того, что на финансовом рынке имеются конкуренты, которые установили свои цены на аналогичные ценные бумаги; что сделки осуществляются по ценам, которые уже определены рынком.

В настоящее время используются следующие методические подходы: 1) подход, основанный на фундаментальном анализе; 2) подход, основанный на техническом анализе. Они являются основой ценообразования на зарубежных фондовых рынках.

Фундаментальный анализ базируется на следующем принципе: любой экономический фактор, снижающий предложение или увеличивающий спрос на товар, ведет к повышению цены и, наоборот, любой фактор, увеличивающий предложение и уменьшающий спрос, как правило, приводит к накоплению запасов и снижению цены. На этой основе устанавливается цена, которая соответствует определенному соотношению спроса и предложения. При использовании фундаментального анализа учитываются стоимостные показатели (опережающие, сопутствующие, запаздывающие). *Опережающие показатели* сигнализируют о состоянии экономики в ближайшем будущем, ее возможных изменениях и колебаниях уровня инфляции, *сопутствующие и запаздывающие показатели* отражают основные направления изменений в экономике и опровергают или подтверждают опережающие показатели. Эти показатели называются *индикаторами*. Основные сопутствующие и запаздывающие индикаторы. динамика ВВП, индекс потребительских цен, индекс инфляции. Фундаментальный анализ на рынке ценных бумаг в ос-

новном осуществляется путем экономико-математического моделирования и в современной России малоперспективен.

Технический анализ изучает конкретное соотношение спроса и предложения, т.е. сами изменения цен на фондовом рынке. Он сводится к построению диаграмм и графиков, отражающих показатели объема торговли и другие факторы. Графический анализ полезен, так как: 1) позволяет выполнить реальный прогноз цен; 2) определяет точное время событий; 3) фиксирует динамику цен и выявляет устойчивые тенденции.

На формирование цен на фондовом рынке влияют внутренние и внешние факторы объективного и субъективного характера. Под влиянием разнонаправленных факторов цены на одну и ту же ценную бумагу могут существенно колебаться. В целом на формирование уровня цен на ценные бумаги влияют: отраслевая принадлежность эмитента и территориальные условия его размещения, степень технической оснащенности производства эмитента, качество ценных бумаг, специфика отдельных регионов, инвестиционные характеристики ценных бумаг и управленческие возможности эмитентов, меры государственного регулирования цен, учет взаимозаменяемости, учет цен на аналогичные ценные бумаги и услуги на внешнем рынке, особенности системы формирования цен на бумаги различных эмитентов, конкуренция, монополия, степень развития рыночных отношений, соотношение спроса и предложения, ставки налогов.

На практике в процессе формирования цен одновременно учитывается множество рыночных факторов, которые объединены в три группы: спрос, издержки и конкуренция (*факторный анализ*). В соответствии с законом сбалансированности спроса и предложения общий уровень цен на ценные бумаги зависит от соотношения спроса и предложения. К *факторам спроса* относятся: объем потенциальных инвестиций, вкусы и привычки инвесторов, их доходы, наличие аналогичных ценных бумаг на рынке и цена на них, стоимость других финансовых инструментов.

На цены на рынке ценных бумаг влияет конкуренция, так как государственный бюджет, кредитный рынок и рынок ценных бумаг не только дополняют друг друга, но и конкурируют между собой в привлечении финансовых ресурсов. Например, расширение бюджетных ресурсов, повышение налогов (при прочих равных условиях) неизбежно приведет к сокращению свободных денежных ресурсов хозяйствующих субъектов и населения и, следовательно, — к сужению рынков банковского кредита и ценных бумаг. К *факторам конкуренции* относятся: число и разнообразие эмитентов, наличие аналогичных ценных бумаг, уровень цен конкурентов.

*Факторами издержек* являются эмиссионные, маркетинговые и прочие издержки, связанные с выпуском и обращением ценных бумаг.

Таким образом, на ценообразование на рынке ценных бумаг оказывают влияние как традиционные факторы (спрос, предложение, конкуренция), так и специфические (тип, вид, разновидность ценной бумаги, срок обращения, инвестиционные качества, управленческие возможности, рейтинг и деловая репутация эмитента, его отраслевая принадлежность, территориальное местонахождение, инвестиционный климат и инвестиционная емкость рынка). Следует отметить, что названные выше факторы могут как увеличивать, так и уменьшать уровень цены. Действие этих факторов во многом зависит от конкретных мер по государственному регулированию системы ценообразования.

### **13.4. Специфика ценообразования на первичном и вторичном рынке ценных бумаг**

Анализируя механизм ценообразования на рынке ценных бумаг, следует различать те его элементы, которые определяются органами государственного регулирования и эмитентами, выпускающими ценные бумаги, и те, которые формируются под воздействием вторичного рынка, а значит, отражают рыночное соотношение спроса и предложения.

Особенности системы формирования цен определяются эмитентами еще на стадии разработки и принятия условий выпуска ценных бумаг, выборе рыночного сегмента их распространения. Если такой сегмент крайне ограничен, то цена определяется ценой первичного размещения и ценой погашения. В этом случае цена привязывается к дате продажи ценной бумаги и может быть названа значимой. Так как пространство вторичного рынка не ограничено, эмитент способен определить только начальную цену первичного размещения и конечную цену погашения. Промежуточные цены в течение всего срока действия ценных бумаг устанавливаются рынком, а не выпускающими их органами. Если ценные бумаги являются долговыми обязательствами (облигации, векселя), то они обладают фиксированными ценами первичной продажи и погашения, а также сроком действия и датой погашения в отличие от акций.

Процесс ценообразования на *первичном рынке* происходит следующим образом. При выпуске новых ценных бумаг проводится организационная работа, связанная с определенными затратами: выбор видов, типов, категорий выпускаемых ценных бумаг, определение объема выпуска и цены ценных бумаг, выбор метода раз-

мещения выпуска (аукцион, торги, конкурс, подписка), подготовка проспекта эмиссии. Оплата эмитентом услуг инвестиционного института (на практике широко распространен способ размещения ценных бумаг “своими силами” — это значит, что акционерные общества экономят часть своих средств), юристов, аудиторов. На предэмиссионном совещании устанавливается окончательная цена бумаг нового выпуска с учетом финансового положения эмитента, целей выпуска и вида бумаг. Далее осуществляется непосредственно выпуск ценных бумаг в обращение. Выпуск (эмиссия) происходит при учреждении акционерного общества, увеличении размера первоначального уставного капитала, росте заемного капитала. **Формы эмиссии следующие:**

- частичное размещение без публичного объявления и проведения рекламной кампании, продажа первым владельцам на равных условиях (цена всех акций одного выпуска одинакова);
- открытая продажа с публикацией и регистрацией проспекта эмиссии (число инвесторов не ограничено).

Размещение ценных бумаг возможно путем прямого обращения эмитента к инвесторам или путем привлечения посредников. В случае привлечения посредников стоимость реализации акций может возрасти на величину их вознаграждения. К размещению ценных бумаг на первичном рынке следует отнести:

- продажу акций по закрытой подписке работникам приватизируемых предприятий;
- продажу акций на чековых и денежных аукционах.

На *вторичном рынке* осуществляются сделки купли-продажи ценных бумаг юридическими и физическими лицами при посредничестве инвестиционных институтов после первичного размещения бумаг. Вторичный рынок включает “уличный”, неорганизованный рынок (внебиржевой) и организованный (биржевой) рынок.

Формирование вторичного рынка акций приватизированных предприятий в России началось практически одновременно с появлением первых акционерных обществ. Внебиржевые сделки в разных объемах совершаются постоянно с акциями практически каждого эмитента, что связано, в частности, с формированием крупных пакетов акций перед первыми собраниями акционеров и соответственно с перевыборами совета директоров. При наличии конкуренции цены внебиржевого и биржевого рынков достигают нескольких сотен номиналов. Естественно, в основе таких отклонений лежат отнюдь не классические факторы, влияющие на курс акций, а стремление установить контроль над предприятием. Рост курсовой стоимости акций будет иметь место в силу переоценки основных фондов, однако получение дохода от перепродажи будет ограничено неликвидностью большинства акций. Наконец, суще-

ственной составляющей резкого роста котировок некоторых акций станет чисто спекулятивный фактор.

### **13.5. Особенности ценообразования на различные виды ценных бумаг**

**Государственные ценные бумаги.** По государственным ценным бумагам уровень цен зависит: 1) от вида ценных бумаг; 2) принятия условий или положений об их выпуске; 3) сложившихся экономических и политических условий. В качестве примера рассмотрим государственные краткосрочные обязательства и облигации федерального займа.

*Государственные краткосрочные обязательства (ГКО)* — краткосрочные бескупонные облигации. Размещаются с 1992 г. через аукционы. Торги ведутся на основании заявок дилеров по договорам. В заявке указывается цена приобретения ГКО как процент от номинала (с точностью до сотой доли процента) и количество ГКО. Доходность ГКО связана со сроком обращения и потребности государства в денежных средствах. Обычно, чем ближе дата погашения, тем выше устанавливается курс и ниже доходность.

*Облигации федерального займа (ОФЗ)* — среднесрочные (купонные) облигации. Размещались в 1995—1998 гг. через аукционы, вторичные торги велись на бирже. Доход по ОФЗ зависел от доходности ГКО. Доходность определялась по формуле сложных процентов и учитывала возможность рефинансирования. Цена ОФЗ рассчитывалась по формуле:

$$\text{Цена} = \text{Номинальная стоимость} + \text{Курсовая надбавка} + \\ + \text{Накопленный купонный доход}$$

Накопленный купонный доход рассчитывался пропорционально числу дней от даты предшествующей выплаты до даты продажи ОФЗ. Для определения цены ОФЗ первого выпуска купонный доход вычислялся от даты выпуска до даты продажи. Процентная ставка купонного дохода определялась на текущий день как средневзвешенная доходность к погашению и рассчитывалась по тем выпускам ГКО, погашение которых производилось в период от 30 дней до даты выплаты очередного купонного дохода.

Нарицательная, или номинальная, цена облигации служит базой при начислении процентов. Облигации имеют выкупную цену, которая может совпадать или отличаться от номинальной в зависимости от условий займа. По ней облигация выкупается (погашается) эмитентом после истечения срока займа. Кроме этого, облига-



ция имеет рыночную цену, определяемую условиями займа и ситуацией, сложившейся в текущий момент на рынке облигаций.

Текущая доходность облигации ( $D_{то}$ ) рассчитывается по формуле:

$$D_{то} = \frac{K}{C_0} \times 100\%,$$

где  $K$  — ставка купона;

$C_0$  — курсовая цена облигации, т.е. цена на текущий момент.

Доходность к погашению ( $D_{ко}$ ) рассчитывается по формуле:

$$D_{ко} = D_{то} + \frac{N - C_0}{C_0 \times n} \times 100\%,$$

где  $N$  — цена погашения облигации, равная номиналу;

$n$  — срок до погашения, лет.

Средний курс облигаций зависит и от нормы ссудного процента: чем больший процент в текущий момент гарантируют своим вкладчикам банки, тем ниже цена облигации с фиксированным процентом. Курсовая цена облигации определяется по формуле:

$$C_0 = \frac{N (C_k \times T_0 + 100)}{C_b \times T_0 + 100},$$

где  $C_k$  — годовой процент по облигации (купонный процент);

$C_b$  — ссудный (банковский) процент;

$T_0$  — срок, на который выпущена облигация, лет;

$N$  — номинал облигации, руб.

Приведенные выше формулы применимы для выплат с периодичностью один раз в год. В иных случаях (например, при выплатах процентов один раз в квартал) следует учитывать возможность реинвестирования (нового вложения) полученных доходов, что увеличивает доходность в пересчете на год. Формула текущей доходности в этом случае видоизменяется следующим образом:

$$D_{то} = \left[ \frac{(1 + K)^n}{C_0} - 1 \right] \times 100\%.$$

**Акции.** По акциям различают следующие показатели: 1) балансовая стоимость; 2) рыночная стоимость; 3) сравнительная стоимость; 4) текущая, или дисконтированная, стоимость; 5) стоимость, скорректированная на инфляцию.

*Балансовая стоимость* акций определяется на основе бухгалтерской отчетности предприятия. Их *сравнительная стоимость* основана на сравнении доходности акций с доходом по депозитам. *Текущая, или дисконтированная, стоимость* акций рассчитывается с учетом коэффициента дисконтирования:

$$K_{\text{д}} = 1/(1 + I)^n,$$

где  $n$  — периоды дисконтирования (поквартально);

$I$  — норма инвестирования, обычно равная ставке рефинансирования Центрального банка РФ (в настоящий момент — 55% годовых).

*Стоимость акций, скорректированная на инфляцию*, определяется по формуле Фишера:

$$I + r = (I + P)(I + a)$$

или

$$r = P + a + Pa,$$

где  $r$  — номинальная ставка доходности;

$P$  — реальная ставка доходности (рентабельность);

$a$  — темп инфляции.

При учреждении акционерного общества *курс акций* ( $K_{\text{д}}$ ) вычисляется по следующей формуле:

$$K_{\text{д}} = H + \Pi_y,$$

где  $H$  — номинал;

$\Pi_y$  — прибыль учредителя.

*Коэффициент рыночной конъюнктуры* ( $K_{\text{рк}}$ ) акций определяется как отношение объема платежеспособного спроса к объему предложения. Если  $K_{\text{рк}} < 1$ , то курс завышен и можно ожидать недоразмещения выпуска; если  $K_{\text{рк}} > 1$ , то акции недооценены; если  $K_{\text{рк}} = 1$ , то акции реально оценены.

**Корпоративные облигации.** Установление цены предложения на корпоративные облигации достаточно сложно, так как невозможно подыскать вариант для сравнения с аналогичным рейтингом и сроком погашения. Обычно используется *конверсионный эквивалент* ( $K_{\text{э}}$ ). Это приведенная цена, по которой должны продаваться акции, для того чтобы они были абсолютно эквивалентны облигациям:

$$K_{\text{э}} = \text{Рыночная цена облигаций} / \text{Число акций.}$$

Размер купонных выплат по облигациям определяется в процентах от номинала:

$$\text{Размер купонных выплат} = H \times \text{Купонный процент} / 100\%.$$

Рыночный курс облигации рассчитывается следующим образом:

$$P_k = \frac{P_u}{H} \times 100\%.$$

Рыночная цена ( $P_u$ ) определяется по формуле:

$$\begin{aligned} P_u &= H \times (1 + D_o)^t / (1 + D_u)^t = \\ &= H \times 1 \times c = H \times P_k / 100 + c \times T(365 + t), \end{aligned}$$

где  $t$  — число периодов до погашения;

$c$  — период купонных выплат по облигациям, лет;

$T$  — период от выплаты по купону до совершения сделки купли-продажи, дней;

$D_o$  — доходность облигации;

$D_u$  — доходность акции.

Конвертируемая облигация стоит дороже, чем неконвертируемая, так как дает ее владельцу дополнительные права. Стоимость конвертируемой облигации можно рассчитать по следующей формуле:

$$K_u = H / K_{\text{конв}},$$

где  $K_{\text{конв}}$  — коэффициент конвертации, который определяется как отношение конверсионной стоимости к рыночной цене и устанавливается как постоянная величина на весь период конвертации.

Для расчета текущей доходности облигаций и доходности к погашению используются следующие формулы:

$$\text{Текущая доходность} = \text{Сумма процентов, выплаченных за год} / \text{Курсовая стоимость (цена приобретения)} \times 100\%;$$

$$\text{Доходность к погашению} = \text{Процентный доход} + \text{Дисконт} / \text{Курсовая стоимость (цена приобретения)} \times 100\%.$$

## Контрольные вопросы

1. Назовите объекты и субъекты ценообразования на рынке ценных бумаг.
2. Какой элемент цены на ценные бумаги является наиболее важным и почему?
3. Назовите пять отличительных особенностей ценообразования на рынке ценных бумаг.
4. Чем отличаются методы ценообразования на рынке ценных бумаг от методов ценообразования на рынке товаров и услуг?
5. В чем состоят главные проблемы ценообразования на первичном и вторичном рынке ценных бумаг?

## Проверочные задания

1. Дефиниция какого понятия приведена ниже?  
*Курс, по которому совершаются сделки купли-продажи на рынке ценных бумаг.*
2. Вставьте пропущенные названия ценных бумаг.  
*Курс (цена).. и производных от них ценных бумаг измеряется в рублях, а курс (цена)... определяется в процентах к номинальной стоимости этих бумаг.*
3. Закончите предложение.  
*Ценообразование на акции зависит от следующих факторов...*

## Тема 14

# ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ АКЦИЙ

---

### План занятия:

1. Основы оценки рыночной стоимости акций.
2. Определение рыночной стоимости акций на основе оценки стоимости чистых активов.
3. Определение стоимости реализованных (выбывших) ценных бумаг.
4. Методика комплексного подхода к определению рыночной стоимости акций.
5. Оценка стоимости акций на основе анализа финансово-хозяйственной деятельности предприятия.

### 14.1. Основы оценки рыночной стоимости акций

Оценка стоимости акций является одной из сложных проблем современного рынка ценных бумаг России. Это связано с рядом обстоятельств, основными из которых являются следующие: 1) разнообразие видов стоимости ценных бумаг; 2) наличие альтернативных концепций определения стоимости ценных бумаг и методов ее расчета; 3) большая специфика модификаций корпоративных ценных бумаг; 4) одновременное влияние разнонаправленных факторов на уровень стоимости ценных бумаг; 5) нехватка профессионально подготовленных аналитиков финансового рынка; 6) отсутствие специализированных организационных структур.

На мировом фондовом рынке различают две основные категории стоимости ценных бумаг — *рыночную стоимость* (market value) и *справедливую рыночную стоимость* (fair market value). Рыночная стоимость выступает при этом в качестве нижнего уровня, а справедливая рыночная стоимость отражает верхний максимально возможный уровень стоимости. Справедливая рыночная стоимость определяется как цена, по которой активы компании могут быть проданы в результате добровольного соглашения покупателя и продавца при условии, что обе стороны сделки купли-продажи полностью владеют достаточной и достоверной информацией, не подвержены какому-то ни было влиянию и ограничениям во времени.

Используются различные концепции определения стоимости корпоративных ценных бумаг. Одни базируются на оценке измене-

ний активов, а другие — на изучении прогнозируемых доходов. С позиций концепции, базирующейся на оценке изменения активов, определяется балансовая, учетная, стоимость погашения или аннулирования ценных бумаг. Расчет дисконтированной, аукционной, ликвидационной стоимости основан на концепции оценки прогнозируемых доходов.

*Балансовая стоимость* рассчитывается как частное от деления стоимости чистых активов на число ценных бумаг. Чистые активы определяются по балансу предприятия следующим образом:

$$\begin{aligned} \text{Чистые активы} = & \text{Раздел I актива} + \text{Раздел II актива} + \\ & + \text{Раздел III актива} - \text{Раздел V пассива} - \text{Раздел VI пассива} \end{aligned}$$

Балансовая стоимость корпоративных ценных бумаг рассматривается как базисная стоимость и используется во многих случаях (например, при реорганизации, ликвидации, реструктуризации предприятия). На мировом фондовом рынке балансовая стоимость является своего рода базисным критерием оценки рыночной стоимости. Широко применяется оценка стоимости на основе *балансового множителя*, который представляет собой соотношение между рыночной и балансовой стоимостью. Использование балансового множителя приемлемо при условии, что ценные бумаги предприятия часто выставляются на торги и по ним постоянно определяются котировки.

Скорректированную балансовую стоимость специалисты Комиссии по ценным бумагам США рекомендуют применять при оценке ценных бумаг ликвидируемых предприятий. Вначале определяется рыночная стоимость каждого элемента активов, далее определяется суммарная рыночная стоимость всех элементов активов, а потом рассчитывается балансовый множитель. Балансовый множитель в свою очередь подлежит корректировке. Он снижается при большом удельном весе заемных средств в структуре капитала предприятия, при дисконтировании рыночной стоимости элементов активов с учетом времени и затрат на продажу.

Стоимость корпоративных ценных бумаг, определяемая при реорганизациях, основана на сопоставлении стоимости ценных бумаг однотипных предприятий. Тип предприятия при этом может быть установлен с учетом следующих параметров: 1) отраслевой принадлежности; 2) размера основных средств; 3) размера чистых активов; 4) объема реализации; 5) величины добавленной стоимости; 6) валюты баланса; 7) размера прибыли; 8) численности занятых; 9) уровня рентабельности.

Стоимость ценных бумаг, определяемая на основе *капитализации чистой прибыли*, используется для стабильно работающих пред-

приятый. Заметим, что отношение рыночной капитализации к чистой прибыли является основной статистической характеристикой акций. При этом анализируются амплитуда колебаний стоимости ценных бумаг, объем потоков наличности, доля заемных средств в структуре капитала, уровень дивидендов и их динамика.

*Дисконтированная стоимость* определяется на основе дисконтирования денежных потоков. Этот подход наиболее распространен в условиях нестабильной экономики, подверженной воздействию инфляции, колебаниям валютного курса, кризисным явлениям на фондовом рынке. В основе дисконтирования лежит прогнозирование будущей цены исходя из текущей стоимости ценных бумаг. При расчете используется *коэффициент дисконтирования*, который определяется по формуле:

$$K_d = 1 / (1 + I)^n,$$

где  $I$  — норма инвестирования, обычно равная ставке рефинансирования Центрального банка РФ.

Вариантом дисконтированной стоимости является стоимость ценных бумаг, определяемая с учетом прогнозирования дивидендов на финансово устойчивых предприятиях.

Расчет показателей оценки стоимости ценных бумаг в ходе массовой приватизации и акционирования предприятий в 1994—1995 гг. выполнялся по методике Государственного комитета РФ по управлению государственным имуществом. Расчет текущей стоимости ценных бумаг производился на основании “Положения об инвестиционном конкурсе по продаже пакетов акций акционерных обществ, созданных в порядке приватизации государственных и муниципальных предприятий”, утвержденного Распоряжением Госкомимущества России от 15 февраля 1994 г. Оценка акций необходима различным финансовым компаниям, инвестиционным фондам, страховым компаниям и банкам. Методы финансовой оценки акций зависят от специфики различных видов ценных бумаг. Они тесно связаны с методами формирования инвестиционных портфелей.

Недооцененность акций большинства предприятий — главная особенность фондового рынка России, поскольку 93% его объема, по мнению экспертов, приходится на предприятия нефтегазовой промышленности и телекоммуникационной отрасли, производящих  $1/4$  валового национального продукта. В то же время всего 7% российского рынка ценных бумаг приходится на предприятия, производящие  $3/4$  ВВП.

По данным Профессиональной ассоциации участников фондового рынка, средневзвешенная цена акций ОАО “Нижневартовскнефтегаз”

в конце ноября 1996 г. составляла около 7,4 долл. В конце ноября 1997 г. она была уже 36,2 долл. Интересно то, что ни продолжающееся сокращение объема добычи нефти, ни судебный процесс по поводу конфликта между ОАО “Нижневартовскнефтегаз” и его головной структурой — “Тюменской нефтяной компанией” не помешали росту котировок. Причина здесь в изначальной недооцененности акций ОАО “Нижневартовскнефтегаз”

Одним из направлений инвестиционной деятельности на корпоративном рынке ценных бумаг России в настоящее время является поиск недооцененных ценных бумаг, вложение в них денег и получение достаточной прибыли. Разумеется, со временем ситуация должна измениться и количество предприятий, акции которых будут котироваться на фондовых рынках, будет возрастать.

При определении рыночной стоимости акций необходимо перейти *от оценки активов к оценке их прибыльности*. Консервативные иностранные инвесторы, принимая решения о долгосрочном вложении средств, обращают внимание не на активы той или иной компании, а на ее прибыльность, а именно на ее доходы, чистую прибыль. Зарубежного инвестора мало интересует стоимость основных фондов предприятия, стоимость имущественного комплекса в целом. Его интересует главным образом, какую чистую прибыль будет приносить предприятие и за какую сумму он сможет продать свою долю в этом предприятии (в форме пакета акций) через определенное число лет. Размер предоставляемых инвестиций при этом определяется как некая средняя величина между объемом чистой прибыли предприятия за последние 4—5 лет (7—8 лет для финансово устойчивых предприятий) и ожидаемой чистой прибылью от инвестиций в течение будущих 4—5 лет. Естественно, должно учитываться изменение в будущем текущей стоимости.

## **14.2. Определение рыночной стоимости акций на основе оценки стоимости чистых активов**

По сути, цель этого расчета — определение базовой чистой стоимости акционерного общества на одну акцию, как если бы активы общества были проданы за наличные и могли быть распределены между акционерами. Итак,

$$\text{Стоимость чистых активов} = \frac{\text{Активы за вычетом всех долгов и издержек}}{\text{Количество выпущенных акций}}$$

Например, если активы акционерного общества после погашения всех долговых обязательств (по их номинальной стоимости) и оплаты



всех издержек составляют в сумме 6 млн. ден. ед., а выпущены 50 тыс. акций, то стоимость чистых активов (СЧА) составит 120 ден. ед. за акцию:

$$\text{СЧА} = 6\,000\,000 / 50\,000 = 120 \text{ ден. ед.}$$

Если цена продажи акции составляет 275 ден. ед., то стоимость чистых активов в размере 120 ден. ед. представляет собой уровень поддержки для акций, поскольку если этот показатель упадет ниже 120 ден. ед., акционеры получают больший доход (в краткосрочном периоде) при ликвидации компании.

Соотношение между стоимостью чистых активов и ценой акции значительно различается для разных типов предприятий. Например, для паевого фонда стоимость чистых активов равняется цене акции, для других инвестиционных фондов она близка к цене акции, для промышленной компании — может составлять около половины или  $\frac{1}{3}$  цены акции и даже меньше, а для торгового акционерного общества этот показатель скорее всего составит мизерную долю от цены акции.

Как и при расчете прибыли, рассмотренном ранее, необходимо принимать во внимание учетную политику акционерного общества при вычислении стоимости чистых активов. Особенно важно, оцениваются ли активы по первоначальной стоимости или же по наименьшей из двух величин (первоначальной стоимости или рыночной стоимости), насколько часто активы переоцениваются в связи с инфляцией и изменениями на рынке (в принципе активы могут учитываться на счетах компании по завышенной цене, т.е. по цене выше той, по которой они могут быть реализованы), каковы нормы амортизации активов, вычитаются ли долговые обязательства по текущей стоимости или по стоимости погашения.

Текущая стоимость активов, таким образом, является важным фактором для коллективных инвестиционных схем. Однако, как правило, стоимость чистых активов важна для большинства других выпусков акций только в том смысле, что она указывает на границу, ниже которой не должна падать цена акции, и базовую стоимость, которую компания может использовать как обеспечение под кредит. Действительно, если цена акции опустится почти до стоимости ее чистых активов, это может привести к тому, что данное предприятие станет объектом поглощения со стороны других компаний. Необходимо учесть, что многие частные инвесторы переоценивают значение текущей стоимости активов, считая, что именно она является истинной стоимостью компании. На большинстве рынков капитала это явно далеко от действительности.

### 14.3. Определение стоимости реализованных (выбывших) ценных бумаг

Для определения стоимости реализованных (выбывших) акций используют ряд подходов: метод средней себестоимости, метод ФИФО и метод ЛИФО.

**Метод средней себестоимости.** Стоимость реализованных (выбывших) ценных бумаг определяется путем умножения их количества на среднюю себестоимость одной ценной бумаги данного вида. Средняя себестоимость рассчитывается как частное от деления себестоимости ценных бумаг данного вида на их количество. При этом учитываются остаток на начало месяца и ценные бумаги, поступившие в этом месяце.

**Пример 1.** Расчет стоимости реализованных (выбывших) ценных бумаг методом средней себестоимости (данные приводятся по одному виду ценных бумаг) (табл. 14.1).

Таблица 14.1

Дата	Приход			Расход			Остаток		
	Количество	Цена за единицу, тыс. руб.	Сумма, млн. руб.	Количество	Цена за единицу, тыс. руб.	Сумма, млн. руб.	Количество	Цена за единицу, тыс. руб.	Сумма, млн. руб.
1-е число месяца	100	100	10,0	—	—	—	100	100	10,0
10-е число	50	100	5,0	60			90		
15-е число	60	110	6,6	100			50		
20-е число	80	120	9,6				130		
Итого	290	—	31,2	160	107,6	17,2	130	107,6	14,0

1) Средняя себестоимость одной ценной бумаги равна:

$$(10,0 \text{ млн.} + 5,0 \text{ млн.} + 6,6 \text{ млн.} + 9,6 \text{ млн.}) / 290 = 107 \text{ 600 руб.}$$

2) Себестоимость остатка ценных бумаг на конец месяца составит:

$$130 \times 107 \text{ 600} = 14,0 \text{ млн. руб.}$$

3) Стоимость реализованных (выбывших) ценных бумаг равна:

$$31,2 \text{ млн.} - 14,0 \text{ млн.} = 17,2 \text{ млн. руб. или } 160 \times 107 \text{ 600} = 17,2 \text{ млн. руб.}$$

Этот метод можно также применять в течение месяца на каждую дату выбытия ценных бумаг, используя оценку их остатка, определенную по методу средней себестоимости, на дату предшествующей операции (так называемый метод скользящей средней себестоимости).

**Метод ФИФО.** Стоимость реализованных (выбывших) ценных бумаг принимается в сумме, равной себестоимости первых приобретенных аналогичных ценных бумаг. Оценка стоимости ценных бумаг методом ФИФО основана на допущении, что ценные бумаги продаются в течение месяца в последовательности их поступления (приобретения), т.е. ценные бумаги, первыми поступившие в продажу, должны быть оценены по себестоимости первых по времени приобретения (с учетом себестоимости ценных бумаг, числящихся на начало месяца).

При применении этого метода оценка стоимости ценных бумаг, находящихся в остатке на конец месяца, производится по фактической себестоимости последних по времени приобретения, а в стоимости реализованных (выбывших) ценных бумаг учитывается себестоимость ранних по времени приобретения. Стоимость реализованных (выбывших) ценных бумаг определяется путем вычитания себестоимости остатка ценных бумаг на конец месяца из суммы себестоимости остатков ценных бумаг на начало месяца и себестоимости ценных бумаг, поступивших за месяц.

**Пример 2.** Расчет стоимости реализованных (выбывших) ценных бумаг методом ФИФО (табл. 14.2).

**Таблица 14.2**

Дата	Приход			Расход			Остаток		
	Количество	Цена за единицу, тыс. руб.	Сумма, млн. руб.	Количество	Цена за единицу, тыс. руб.	Сумма, млн. руб.	Количество	Цена за единицу, тыс. руб.	Сумма, млн. руб.
1-е число месяца	100	100	10,0	—	—	—	100	100	10,0
10-е число	50	100	5,0	60			90		
15-е число	60	110	6,6	100			50		
20-е число	80	120	9,6				130		
Итого	290	107,6	31,2	160	100,6	16,1	130	116,2	15,1

1) Себестоимость остатка ценных бумаг на конец месяца исходя из себестоимости по последним поступлениям равна:

$$(80 \times 120\ 000) + (50 \times 110\ 000) = 15,1 \text{ млн. руб.}$$

2) Стоимость реализованных (выбывших) ценных бумаг составит:

$$31,2 \text{ млн.} - 15,1 \text{ млн.} = 16,1 \text{ млн. руб.}$$

3) Стоимость одной реализованной (выбывшей) ценной бумаги равна:

$$16,1 \text{ млн.} / 160 = 100\,600 \text{ руб.}$$

Этот метод можно также применять в течение месяца на каждую дату выбытия ценных бумаг, используя оценку их остатка, проведенную методом ФИФО, на дату предшествующей операции (так называемый метод скользящей ФИФО).

**Метод ЛИФО.** Стоимость реализованных (выбывших) ценных бумаг принимается равной сумме себестоимости последних приобретенных аналогичных ценных бумаг. Оценка ценных бумаг методом ЛИФО основана на допущении, что ценные бумаги, первыми поступившие в продажу, должны быть оценены по себестоимости последних по времени приобретения. При применении этого метода оценка ценных бумаг, находящихся в остатке на конец месяца, производится по фактической себестоимости ранних по времени приобретения, а в стоимости реализованных (выбывших) ценных бумаг учитывается себестоимость последних по времени приобретения. Стоимость реализованных (выбывших) ценных бумаг определяется путем вычитания себестоимости остатка ценных бумаг на конец месяца из суммы себестоимости остатков ценных бумаг на начало месяца и себестоимости поступивших за месяц ценных бумаг.

**Пример 3.** Расчет стоимости реализованных (выбывших) ценных бумаг методом ЛИФО (табл. 14.3). Используются данные из примера 2.

**Таблица 14.3**

Дата	Приход			Расход			Остаток		
	Количество	Цена за единицу, тыс. руб.	Сумма, млн. руб.	Количество	Цена за единицу, тыс. руб.	Сумма, млн. руб.	Количество	Цена за единицу, тыс. руб.	Сумма, млн. руб.
1-е число месяца	100	100	10,0	—	—	—	100	100	10,0
10-е число	50	100	5,0	60			90		
15-е число	60	110	6,6	100			50		
20-е число	80	120	9,6				130		
Итого	290	107,6	31,2	160	113,8	18,2	130	116,2	13,0

1) Себестоимость остатка ценных бумаг на конец месяца исходя из затрат по первым поступлениям равна:

$$(100 \times 100\ 000) + (30 \times 100\ 000) = 13,0 \text{ млн. руб.}$$

2) Стоимость реализованных (выбывших) ценных бумаг составит:

$$31,2 \text{ млн.} - 13,0 \text{ млн.} = 18,2 \text{ млн. руб.}$$

3) Стоимость одной реализованной (выбывшей) ценной бумаги равна:

$$18,2 \text{ млн.} / 160 = 113\ 800 \text{ руб.}$$

Этот метод можно также применять в течение месяца на каждую дату выбытия ценных бумаг, используя оценку их остатка, определенную методом ЛИФО, на дату предшествующей операции (так называемый метод скользящей ЛИФО).

#### **14.4. Методика комплексного подхода к определению рыночной стоимости акций**

Проведем расчет показателей оценки стоимости акций на примере трех акционерных обществ (примеры 4—6). В качестве исходных данных примем: ставку рефинансирования Центрального банка РФ (на момент дисконтирования) — 60% годовых; темп инфляции — 7,1% в месяц; ставку по депозитам — 42%.

**Пример 4.** Открытое акционерное общество. Основной вид деятельности — строительство. Уставный капитал — 7 292 000 руб., разделенный на 7 292 000 акций. Номинальная стоимость акции — 1 руб.

1) Балансовая стоимость акции равна:  $5\ 167\ 583 : 7\ 292\ 000 = 0,708$  руб.

2) Дисконтированную стоимость акции определим по данным табл. 14.4.

**Таблица 14.4**

Период (квартал 1998 г.)	Номинальная стоимость, руб.	Коэффициент дисконтирования	Текущая стои- мость акции, руб.
I	1	1	1
II	1	0,8734	0,873
III	1	0,7621	0,762
IV	1	0,5718	0,572

Таким образом, дисконтированная стоимость акции на 1 октября 1998 г. будет 1,762 руб.

3) Стоимость акции, скорректированную на инфляцию, определим по формуле Фишера. Сначала рассчитаем номинальную ставку доходности при рентабельности 13,75%:

$$r = 0,1375 + 0,071 + 0,1375 \times 0,071 = 0,2183.$$

Стоимость акции, скорректированная на инфляцию, ежеквартально должна увеличиваться на 0,2183. Тогда на 1 октября 1998 г. стоимость акции составит:

$$1 \times (1 + 0,2183)^1 = 1,808 \text{ руб.}$$

4) Сравнительная стоимость акции с учетом зависимости между ставкой дивиденда и ставкой депозита рассчитывается на основе следующих данных:

Чистая прибыль за 9 месяцев 1998 г. — 1 774 373 руб.

На выплату дивидендов — 532 858,74 руб.

Сумма дивидендов равна:  $532\,858,74 / 7\,292\,000 = 0,073$  руб.

Ставка дивиденда определяется как  $0,073 / 1 = 0,073$ , или 7,3%.

Курс акции составит:  $1 \times (1 + 0,073 / 0,42) = 1,174$  руб.

5) Рыночная стоимость акций (совместное влияние инфляции, индекса роста цен и дисконтирования стоимости акций) определяется исходя из следующих параметров:

Оценка инфляции в месяц — 1,2183.

Оценка индекса цен в месяц — 1,62.

Коэффициент дисконтирования — 1,873.

Рыночная стоимость акции составит:  $1 \times (1,62 \times 1,873 \times 1,2183) = 3,626$  руб.

**Пример 5.** Закрытое акционерное общество. Основной вид деятельности — производство технологического оборудования для пищевой промышленности. Уставный капитал — 7 632 000 руб., разделенный на 76 320 акций. Номинальная стоимость акции — 100 руб.

1) Балансовая стоимость акции равна:  $11\,291\,000 : 76\,320 = 147,94$  руб.

2) Дисконтированную стоимость акции определим по данным табл. 14.5.

**Таблица 14.5**

Период (квартал 1998 г.)	Номинальная стоимость, руб.	Коэффициент дисконтирования	Текущая стои- мость акции, руб.
I	100	1	100
II	100	0,8734	87,3
III	100	0,7621	76,2
IV	100	0,5718	57,2

Таким образом, дисконтированная стоимость акции на 1 октября 1998 г. будет 176,2 руб.

3) Стоимость акции, скорректированную на инфляцию, определим по формуле Фишера. Сначала рассчитаем номинальную ставку доходности при рентабельности 8,6%:

$$r = 0,086 + 0,071 + 0,086 \times 0,071 = 0,1631.$$

Стоимость акции, скорректированная на инфляцию, ежеквартально должна увеличиваться на 0,1631. Тогда на 1 октября 1998 г. стоимость акции составит:

$$100 \times (1 + 0,1631)^3 = 157,34 \text{ руб.}$$

4) Сравнительная стоимость акции с учетом зависимости между ставкой дивиденда и ставкой депозита рассчитывается на основе следующих данных:

Чистая прибыль за 9 месяцев 1998 г. — 293 000 руб.

На выплату дивидендов (10% от прибыли) по привилегированным акциям — 29 300 руб.

Сумма дивидендов равна:  $29\,300 / 18\,780 = 1,56$  руб.

Ставка дивиденда определяется как  $1,56 / 100 = 0,0156$ , или 1,56%.

Курс акции составит:  $100 \times (1 + 0,0156 / 0,42) = 103,71$  руб.

5) Рыночная стоимость акций (совместное влияние инфляции, индекса роста цен и дисконтирования стоимости акций) определяется исходя из следующих параметров:

Оценка инфляции в месяц — 1,1631.

Оценка индекса цен в месяц — 1,62.

Коэффициент дисконтирования — 1,873

Тогда рыночная стоимость составит:  $100 \times (1,62 \times 1,873 \times 1,1631) = 352,99$  руб.

**Пример 6.** Открытое акционерное общество. Основной вид деятельности — промышленность. Уставный капитал — 7 000 руб., разделенный на 700 акций. Номинальная стоимость акции — 10 руб.

1) Балансовая стоимость акции равна:  $16\,317 : 700 = 23,3$  руб.

2) Дисконтированную стоимость акции определим по данным табл. 14.6.

**Таблица 14.6**

Период (квартал 1998 г.)	Номинальная стоимость, руб.	Коэффициент дисконтирования	Текущая стои- мость акции, руб.
I	10	1	10
II	10	0,8734	8,73
III	10	0,7621	7,62
IV	10	0,5718	5,72

Таким образом, стоимость акции на 1 октября 1998 г. будет 17,62 руб.

3) Стоимость акции, скорректированную на инфляцию, опреде-

лим по формуле Фишера. Сначала рассчитаем номинальную ставку доходности при рентабельности 1,56%:

$$r = 0,0156 + 0,071 + 0,0156 \times 0,071 = 0,0877.$$

Стоимость акции, скорректированная на инфляцию, ежеквартально должна увеличиваться на 0,0877. Тогда на 1 октября 1998 г. стоимость акции составит:

$$10 \times (1 + 0,0877)^3 = 12,87 \text{ руб.}$$

4) Сравнительная стоимость акции с учетом зависимости между ставкой дивиденда и ставкой депозита рассчитывается на основе следующих данных:

Чистая прибыль за 9 месяцев 1998 г. — 34 000 руб.

На выплату дивидендов (1% от прибыли) по привилегированным акциям — 340 руб.

Сумма дивидендов равна:  $340 / 300 = 1,134$  руб.

Ставка дивиденда определяется как  $1,134 / 10 = 0,1134$ , или 11,34%.

Курс акции составит:  $10 \times (1 + 0,1134 / 0,42) = 12,70$  руб.

5) Рыночная стоимость акций (совместное влияние инфляции, индекса роста цен и дисконтирования стоимости акций) определяется исходя из следующих параметров:

Оценка инфляции в месяц — 1,0877.

Оценка индекса цен в месяц — 1,62.

Коэффициент дисконтирования — 1,873.

Тогда рыночная стоимость акции составит:  $1 \times (1,62 \times 1,873 \times 1,0877) = 33,1$  руб.

Анализируя приведенные расчеты, можно сделать следующие выводы:

- из-за того, что не была проведена переоценка рыночной стоимости акций с учетом коэффициентов инфляции, дисконтирования и ряда других показателей рынка, балансовая стоимость акций занижена;
- не была произведена переоценка уставного капитала акционерного общества, что привело к значительной разнице между балансовой и рыночной стоимостью акций.

### **14.5. Оценка стоимости акций на основе анализа финансово-хозяйственной деятельности предприятия**

Рассмотренные ранее методы оценки стоимости корпоративных ценных бумаг основаны на использовании конкретных экономи-



ческих показателей. К сожалению, в нестабильной экономической ситуации в современной России использование этих показателей для расчетов не только затруднительно, но и приводит к искаженным результатам оценки, т.е. не отражает реального финансового положения предприятия или компании.

Рассмотрим иные подходы к оценке стоимости акций российских предприятий, основанные на анализе бухгалтерского баланса и приложений к нему (форма № 2 и № 5). Прежде всего исследуем соотношение выручки предприятия и его обязательств. Основное внимание уделяется тем кредитам, которые данное предприятие использует, формируя за счет них свои активы. Как правило, это текущие и краткосрочные обязательства, срок исполнения которых уже наступил или наступит в ближайшем будущем. Долгосрочные обязательства нас интересуют меньше. Делим объем выручки на объем обязательств и получаем приблизительный срок, в течение которого предприятие может рассчитаться по накопившимся долгам, если только этим и будет заниматься. Потом вводится поправочный коэффициент на то, что определенная часть поступлений неизбежно расходуется на текущие нужды предприятия.

Одним из важнейших показателей является динамика *собственного капитала* предприятия. Из его величины вычитается объем так называемых *внеоборотных активов*, т.е. средств, которые капитализированы и не могут быть использованы в обороте. Разница между собственным капиталом и внеоборотными активами составляет объем собственных средств компании, находящихся в обороте. Он может быть нулевым и даже отрицательным. Последний случай означает, что предприятие капитализировало средства кредиторов, причем без их ведома и согласия. Затем определяется общий объем *оборотных средств*, который состоит из нескольких элементов: средства в производстве (готовая, но не отгруженная продукция, малоценный инвентарь и т.д.), сумма средств в расчетах (отгруженная, но еще не оплаченная продукция, краткосрочные финансовые вложения, средства на чековых книжках, на счетах) и, наконец, убытки.

Теперь известны объем оборотных средств и доля в нем собственного капитала. Путем несложного вычитания получаем сведения о *заемных средствах*, т.е. о тех средствах, которые находятся в обороте предприятия, но не принадлежат ему. Заемные средства разделяются на четыре основные категории:

- средства, полученные от банков и финансово-кредитных учреждений;
- задолженность другим организациям за поставленные товары или оказанные услуги;
- задолженность предприятия в государственный бюджет и внебюджетные фонды;

- внутренний долг предприятия (задолженность по начисленной, но не выплаченной заработной плате, по фондам потребления и т.д.).

Задействованные предприятием средства принято рассматривать в двух направлениях: пассивы — чьи это средства (собственные или заемные, а если заемные, то у кого они были заняты), и активы — где эти деньги (во внеоборотных активах или оборотном капитале, производстве или в расчетах). Затем оцениваются *реальные активы* предприятия. При этом также делаются эмпирические поправки: например, средства в производстве принимаются как факт, но корректируются средства в расчетах, потому что есть дебиторская задолженность, вероятность истребования которой мала. Далее складываются средства в производстве и расчетах, и сумма делится на заемные средства. В результате получаем обеспеченность заемных средств реальными активами предприятия.

С формальной точки зрения этот показатель нельзя назвать абсолютно точным. В целях погашения задолженности можно продать, например, фрагмент заводской ограды или какую-нибудь другую материальную ценность. Но такое предположение носит сугубо теоретический характер. Итак, используем два соотношения:

- ♦ отношение выручки к заемным средствам;
- ♦ отношение выручки к средствам, отвлеченным в расчеты.

Второй показатель характеризует оборачиваемость отвлеченных средств, а также средний срок расчетов с потребителями. Скажем, если среднемесячная выручка предприятия составляет 10 ед., а для проведения расчетов отвлечено 800 ед., то средний срок расчетов данного предприятия с должниками — 80 мес. Это срок, на который предприятие отторгло от себя ресурсы, отдав их должникам. Как правило, эти ресурсы по происхождению являются заемными средствами. Следовательно, если предприятию долго приходится ждать возвращения расчетных средств, то нет ничего удивительного в том, что оно столь же долго не может расплатиться с кредиторами.

Проанализировав полученную информацию, можно судить, насколько устойчиво и эффективно работает предприятие. К сожалению, официальные нормативные показатели ликвидности, устойчивости вряд ли могут реально применяться, так как отдельно взятые показатели, вырванные из общей картины, могут оказаться не вполне исчерпывающими.

Современная финансовая аналитика, которой пользуются последователи западной школы, базируется на совершенно другой внешней среде, где принято вовремя выполнять взятые на себя обязательства и рассчитываться при этом деньгами, а не продуктами производства. И, разумеется, там все показатели оказываются

вполне информативными. По этим же причинам в российской практике сложно использовать такие общепринятые показатели, как  $P/S$  и  $P/E$ . Стоимость акций современных российских компаний есть сугубо психологический феномен, который не имеет ничего общего с их реальным финансовым состоянием. Достаточно в названии компании упомянуть слова “нефть” или “энергия” — и можно уверенно сказать, что стоимость ее акций будет на порядок выше, чем если бы в том же названии были употреблены слова “лес”, “бумага” или “трикотаж”. На курс акций влияют прежде всего названия компаний, а также изменения конъюнктуры фондового рынка и политической конъюнктуры.

### Контрольные вопросы

1. Чем отличается стоимость ценной бумаги от ее цены?
2. Как можно определить действительную рыночную стоимость акций?
3. Какой метод определения рыночной стоимости акций наиболее перспективен и почему?
4. Кто должен определять рыночную стоимость акций?
5. Каковы законодательные основы определения рыночной стоимости акций?

### Проверочные задания

1. Вставьте нужные слова.

*Действительная рыночная стоимость акции должна определяться в соответствии с...* (Слова для вставки: *Федеральный закон “Об акционерных обществах”, Гражданский кодекс Российской Федерации.*)

2. Закончите предложение.

*Оценка рыночной стоимости акций используется в целях...*

3. Найдите ошибку.

*Стоимость акций, скорректированная на инфляцию, определяется по формуле Фишера:*

$$I + r = (I + P) (I + a) \text{ или } r = P + a + Pa,$$

где  $I$  — норма инвестирования;

$r$  — номинальная ставка доходности Центрального банка РФ;

$P$  — реальная ставка доходности (рентабельность);

$a$  — индекс цен.

# Тема 15

## ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОГО РИСКА НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

---

### План занятия:

1. Основы определения инвестиционного риска.
2. Методы оценки инвестиционного риска.
3. Инвестиционные возможности различных видов ценных бумаг.
4. Рейтинговый анализ уровня инвестиционного риска на региональных рынках ценных бумаг.
5. Методы управления инвестиционными рисками.

### 15.1. Основы определения инвестиционного риска

Под *инвестициями* понимают вложения средств, определенные затраты на рынке ценных бумаг, осуществляемые в целях получения дохода, прибыли. Обычно инвестиции делятся на: 1) *прямые* — вложения в реальные активы (производство), в управлении которыми участвует инвестор; 2) *портфельные* (финансовые) — вложения в акции, облигации и другие ценные бумаги, дающие право на получение дохода от собственности. Часть портфельных инвестиций — вложения в акции предприятий различных отраслей материального производства — иногда также рассматриваются как *прямые*; 3) *реальные* — финансовые вложения в землю, недвижимость, машины и оборудование, запасные части и т.д. (включая затраты оборотного капитала); 4) *проектные* — кредиты, предоставляемые реальному или потенциальному собственнику для реализации прибыльного инновационного проекта.

В рыночной экономике существуют различные возможности для инвестиционных вложений. При выборе юридическим или физическим лицом направления вложения капитала одним из основных критериев служит оценка *инвестиционного риска*. В целом риск в деловых операциях — это экономическая категория, отражающая степень успеха (неудачи) фирмы в достижении своих целей с учетом влияния контролируемых и неконтролируемых факторов. Операции с ценными бумагами всегда сопряжены с риском. Различают следующие основные виды риска:

- систематический риск, т.е. риск кризиса рынка ценных бумаг;

- несистематический риск, т.е. сочетание всех видов риска, связанных с конкретной ценной бумагой;
- селективный риск — риск неправильного выбора ценных бумаг для инвестирования при формировании портфеля;
- временной риск — риск эмиссии, покупки или продажи ценной бумаги в неподходящее время, что влечет за собой потери;
- риск законодательных изменений (могут измениться условия эмиссии, она может быть признана недействительной и т.п.);
- риск ликвидности — риск, связанный с возможностью потерь при реализации ценной бумаги из-за изменившейся оценки ее качества;

- инфляционный риск — риск того, что при высокой инфляции доходы, получаемые инвесторами по ценным бумагам, обесцениваются быстрее, чем растут, инвестор несет реальные потери.

Существуют и многие другие виды риска операций с ценными бумагами. В России все они имеют место и порождаются царящей в стране политической и экономической нестабильностью. Высокая степень риска не только препятствует развитию рынка ценных бумаг, но и стимулирует сбережение денежных средств населения и предприятий.

Систематический риск связан с общей экономической и политической ситуацией в стране и мире, ростом цен на ресурсы, общерыночным падением цен на финансовые активы. К категории систематических относятся: риск изменения процентной ставки, риск падения общерыночных цен и риск инфляции. *Риск изменения процентной ставки* особенно актуален в условиях инфляции. *Риск падения общерыночных цен* связан с одновременным падением цен на все обращающиеся на рынке ценные бумаги. Этот риск относится прежде всего к операциям с акциями. Степень риска различна для акций разных эмитентов. *Риск инфляции* обусловлен изменением покупательной способности денег и приводит к тому, что вложения даже в самые безопасные ценные бумаги могут принести убытки. Этот вид риска существует во всех странах, т.е. инфляция — общемировая тенденция. Различается только ее ежегодный уровень в разных странах. На Западе считается нормальным ежегодный уровень инфляции в 3%. В России темпы инфляции настолько высоки, что сбережения, представляющие реальный капитал 2—3 года назад, в настоящее время практически равны нулю.

Несистематический риск связан с финансовым положением конкретного эмитента ценных бумаг. Оценка его требует определенных усилий как со стороны посредников рынка финансовых активов, так и со стороны инвесторов. К категории несистематических относятся риск ликвидности, отраслевой, коммерческий и финансовый риски. *Риск ликвидности* связан с воз-

можной задержкой реализации ценной бумаги на рынке. Инвестор должен быть уверен, что при необходимости он может продать свою ценную бумагу и обратить инвестированный капитал в наличные деньги. Несколько иначе обстоит дело с акциями, которые делятся на списочные и несписочные, т.е. торгуемые или неторгуемые на биржах. Статус акций определяют фондовые биржи, имеющие строгие правила допуска бумаг к торгам и вместе с тем предоставляющие известные гарантии для инвестора.

*Отраслевой риск* связан с изменением состояния дел в отдельной отрасли экономики. Каждая отрасль переживает подъемы и спады.

*Коммерческий риск* связан с возможностью получения прибыли или убытков в результате конкретной деятельности отдельного участника рынка ценных бумаг. К основным факторам коммерческого риска относятся: 1) уровень платежеспособности, финансовой устойчивости эмитента, качество управления; 2) наличие достаточной, достоверной информации у инвестора; 3) степень информированности, коммутативности посредника.

*Финансовый риск* — риск убытков в связи с нерентабельностью или банкротством эмитента ценных бумаг. Финансовое положение предприятия в существенной степени определяется соотношением собственных и заемных средств. В целом финансовый риск как меру экономической или социальной неопределенности можно охарактеризовать:

- ♦ по величине — высокий, средний и низкий;
- ♦ по степени допустимости — допустимый риск, когда теряется часть дохода, прибыли; критический (локальный) риск, при котором полностью утрачиваются доходы и возникает необходимость возмещать затраты; катастрофический риск полной потери имущества;
  - ♦ по объектам — риск предпринимателя, предприятия, банка, страховой компании, т.е. отдельных юридических и физических лиц;
  - ♦ по виду деятельности — риск производственной, посреднической, торговой, транспортной, консалтинговой, страховой, охранный и иной деятельности;
  - ♦ по экономическому содержанию — чистый риск как объективная возможность несения убытков (нулевого результата) и спекулятивный риск как субъективная возможность получения положительного или отрицательного результата определенной деятельности;
  - ♦ по характеру — операционный, инфляционный, кредитный, процентный, валютный. *Операционный риск* связан с ошибкой или неверной организацией, неправильным выбором метода проведения той или иной финансовой операции. К этому виду риска отно-

сят и возможные ошибки менеджеров. *Инфляционный риск* определяется степенью точности прогнозирования инфляции и ее влияния на результат финансово-хозяйственной деятельности. *Кредитный риск* рассматривается как риск непогашения кредита и неуплаты процентов по нему. *Процентный риск* появляется в случае изменения процентных ставок по предоставляемым кредитным ресурсам. *Валютные риски* возможны в случае изменения курсов валют, а также политической ситуации, когда курсы валют неизменны, а возможности свободного обращения валют ограничены. Эти риски связаны с переоценкой статей баланса зарубежных филиалов предприятий в национальную валюту и при обратных операциях. Валютные риски присущи клиринговым расчетам и товарообменным, бартерным операциям;

- ♦ по отраслевому и территориальному признаку — общеэкономический, отраслевой, страновой, региональный и др.

*Инвестиционный риск* на корпоративном рынке ценных бумаг является разновидностью финансового риска. Инвестиционный риск — это мера неопределенности получения конечного результата, прибыли от конкретных инвестиций. Он имеет две разновидности: диверсифицированный и недиверсифицированный риск. К инвестиционным рискам принято относить и риски вложений в ценные бумаги.

Степень инвестиционного риска зависит от политической, социальной, экономической, экологической, криминальной ситуаций. На региональном фондовом рынке это мера неопределенности дохода от инвестиций в отдельные ценные бумаги. С учетом того, что прибыльность инвестиций в ценные бумаги не гарантируется, понятие инвестиционного риска тесно связано с вопросами целесообразности инвестиционной деятельности на фондовом рынке региона. К особенностям инвестиционного риска на российском рынке относятся: неустойчивый характер региональных рынков ценных бумаг, низкий уровень регулирования фондовых операций, слабая законодательная база, неразвитость инфраструктуры, недостаточное информационное обеспечение.

По мере развития рынка изменяется отношение инвесторов к различным ценным бумагам. В России ценные бумаги стали относительно новым финансовым инструментом, который характеризуется повышенным инвестиционным риском. Интересы инвесторов на рынке корпоративных ценных бумаг в основном сводятся к следующим моментам: 1) сохранность и приращение капитала; 2) приобретение ценных бумаг, которые по условиям обращения могут заменять денежные средства; 3) доступ (путем приобретения ценных бумаг) к дефицитным видам продукции, услуг, имущественным и неимущественным правам; 4) расширение сферы влияния и

перераспределение собственности. В условиях рыночных отношений возникает необходимость соизмерения прибыли и риска. Оптимальное сочетание этих категорий будет гарантировать эффективность вложения капитала. Если эффективность достаточно высока, то риск считается обоснованным.

Риски корпоративного рынка ценных бумаг можно классифицировать по следующим критериям:

- по масштабам и размерам — глобальный и локальный;
- по аспектам — психологический, социальный, экономический, юридический, политический и комбинированный;
- по степени рискованности решений — минимальный, средний, оптимальный и максимальный;
- по типам — рациональный (обоснованный), нерациональный (необоснованный) и авантюрный (азартный);
- по времени принятия рискованных решений — опережающий, своевременный и запаздывающий;
- по численности лиц, принимающих решение, — индивидуальный и групповой;
- по ситуации — детерминированный (в условиях определенности), стохастический (в условиях неопределенности) и конкурирующий (в условиях конфликта).

## 15.2. Методы оценки инвестиционного риска

Методы оценки инвестиционного риска на рынке ценных бумаг разнообразны (статистический анализ, факторный анализ, метод экспертных оценок, экономико-математическое моделирование и др.). В то же время отсутствует общепринятая методика оценки инвестиционного риска, нет методики анализа инвестиционной надежности различных ценных бумаг. Проблема оценки инвестиционного риска практически сводится к определению окупаемости инвестиций в конкретные виды ценных бумаг.

*В статистическом анализе* величина (или уровень) риска измеряется двумя критериями: средним ожидаемым значением (дисперсией) и колеблемостью, изменчивостью (вариацией) возможного результата. Дисперсия при этом измеряет возможный средний результат, вариация показывает меру или степень отклонения ожидаемого среднего значения от фактической средней величины. Дисперсия при оценке финансового риска предприятия представляет собой средневзвешенную величину из квадратов отклонений действительных финансовых результатов рискованных вложений от средних ожидаемых:

$$\sigma^2 = (x - \bar{x})^2 / n,$$



где  $\sigma^2$  — дисперсия;

$x$  — ожидаемое значение риска для каждого случая вложения финансовых ресурсов;

$\bar{x}$  — среднее ожидаемое значение финансового риска;

$n$  — число вложений финансовых ресурсов (частота).

Дисперсия характеризует абсолютную колеблемость частоты финансового риска, а относительную степень колеблемости показывает коэффициент вариации, который рассчитывается по формуле:

$$v = (\sigma / \bar{x}) \times 100,$$

где  $v$  — коэффициент вариации;

$\sigma$  — среднее квадратическое отклонение;

$\bar{x}$  — среднее ожидаемое значение финансового риска.

Коэффициент вариации может изменяться от 1 до 100%. Чем выше этот коэффициент, тем сильнее колеблемость. Установлена следующая качественная оценка различных значений коэффициента вариации: до 10% — слабая колеблемость финансового риска вложений; 10—25% — средняя, умеренная колеблемость; более 25% — высокая колеблемость финансового риска. При использовании дисперсии и вариации учитывают, что финансовый риск имеет математически определенную вероятность получения финансового результата. Эта вероятность, в свою очередь, может быть определена экспертным путем или на основании математических вычислений частот степени финансового риска. Расчет вероятности финансовых рисков на основе дисперсии, вариации и средних величин как методов статистического анализа достаточно подробно описан в литературе. Статистические методы в настоящее время являются бесспорно основными методами оценки финансовых рисков предприятия.

Широко используются и другие аналитические методы оценки финансового риска. Наиболее перспективным из них является *факторный анализ* финансовых рисков. Например, диверсифицированный инвестиционный риск оценивают по наличию перспектив развития объекта инвестиций, уровню конкуренции, числу заключенных договоров и полученных заказов и т.п., а недиверсифицированный — по ставке банковского процента по кредитам, инфляционным ожиданиям, общим тенденциям развития экономики страны. Рассчитываются коэффициенты деловой активности, финансовой устойчивости, определяется вероятность наступления банкротства.

В последнее время активно используется *метод экспертных оценок*. Составляются различные сравнительные характеристики уров-

ня риска, определяются рейтинги, готовятся аналитические экспертные обзоры. В принципе каждый специалист ежедневно выступает в роли эксперта, принимая то или иное важное решение. Кроме того, особо важные решения могут приниматься группой экспертов.

Одним из методов оценки финансовых рисков является *экономико-математическое моделирование*. Главное при этом сделать правильный выбор модели исходя из конкретной ситуации. Естественно, необходимо учитывать заведомо субъективный характер той или иной избираемой модели и делать поправку на некую схематичность, излишнюю зарегулированность или заданность финансовой ситуации. Тем не менее именно модели позволяют в целом спрогнозировать конкретную ситуацию и оценить возможную вероятность финансового риска. Весьма перспективной является компьютерная имитация финансового риска предприятия. В настоящее время имеется определенный набор готовых программных продуктов по его оценке. Почти каждое предприятие имеет возможность выполнить моделирование финансового риска индивидуально. При экономико-математическом моделировании выбор критериев (целевой функции) и факторов (системы ограничений) связан со стратегической целью эмитента или инвестора, осуществляющего моделирование. Важное значение имеет место отрасли, к которой принадлежит эмитент, на рынке ценных бумаг. Отрицательными характеристиками отрасли являются высокая степень демополизации, большое число собственников, затяжной производственный спад.

Весьма перспективным является *метод социально-экономического эксперимента*, предполагающий проведение отдельных экспериментов по типичным финансовым ситуациям. К недостаткам метода можно отнести нетипичность многих финансовых ситуаций, что затрудняет распространение выводов, полученных в результате отдельных экспериментов, на многие конкретные случаи финансовой жизни предприятия.

На практике при оценке финансового риска широко используется *метод аналогий*. Специалисты, финансовые менеджеры на основании различных публикаций или практического опыта других предприятий оценивают вероятность наступления определенных событий, получения конкретного финансового результата, степень финансового риска. На основе метода аналогий строится финансовая стратегия и тактика многих предприятий. Однако необходимо учитывать, что каждое предприятие имеет большое количество присущих только ему одному особенностей кадрового, сырьевого, отраслевого характера. Оценка риска — своего рода искусство, основанное на сочетании научных методик и интуиции экспертов, ана-

литиков. Она базируется на одновременном учете большого количества противоречивых факторов, использовании всевозможных теоретических подходов и знании прецедентов практики.

Систематический риск достаточно точно прогнозируется *фундаментальными методами* изучения рыночной конъюнктуры. Анализ конъюнктуры предполагает отслеживание как текущего состояния рынка, так и прогноз его развития. Наблюдение, оценка и выявление тенденций развития рынка объединены понятием “мониторинг”. Фундаментальные методы используются при долгосрочном прогнозировании и базируются на анализе совокупности макроэкономических показателей. Они разрабатываются и используются службами конъюнктурного предвидения, создаваемыми при исследовательских институтах и университетах, товарных и фондовых биржах.

### 15.3. Инвестиционные возможности различных видов ценных бумаг

При оценке степени инвестиционного риска тщательно изучаются такие инвестиционные качества ценных бумаг, как надежность, ликвидность и доходность. Особое внимание уделяется деловым качествам, репутации эмитента, его специализации и перспективности бизнеса, которым он занимается (табл. 15.1).

Таблица 15.1

#### Характеристики ценных бумаг, обращающихся на российском фондовом рынке

Виды ценных бумаг	Характеристики ценных бумаг
Акции акционерных обществ	Ценные бумаги, удостоверяющие право владельца на долю в имуществе акционерного общества и получение дивидендов
Государственные долговые обязательства: облигации государственных внутренних займов, размещаемые среди юридических лиц, муниципальные облигации; облигации государственных органов управления	Ценные бумаги, удостоверяющие отношения займа, в которых должником является государство
Производные ценные бумаги: сертификаты акций; опционы	Ценные бумаги, удостоверяющие право их владельца на покупку или продажу акций, облигаций и других ценных бумаг

Депозитные сертификаты	Обязательства банка по выплате размещенных у него депозитов и процентов по ним
Чеки	Безусловный письменный приказ чекодателя банку произвести платеж указанной в чеке денежной суммы
Векселя	Безусловные письменные долговые обязательства, выданные одной стороной (векселедателем) другой стороне (векселедержателю); могут передаваться по индоссаменту
Коносаменты /	Товарораспорядительные документы, удостоверяющие право их держателей распоряжаться указанным грузом и получить его после завершения перевозки

Важным методом оценки финансового риска является комплексный анализ финансового состояния предприятия, диагностика его финансовой устойчивости и платежеспособности. В последнее время большое распространение получил экспресс-анализ финансового состояния предприятия. Его цель — оценить в целом финансовое положение и динамику, тенденции развития предприятия.

Финансовое состояние оценивают на основе баланса предприятия (форма № 1) и отчета о финансовых результатах и их использовании (форма № 2). Прежде всего обращают внимание на размещение и использование средств (активов), источники их формирования (собственный капитал и обязательства, т.е. пассивы). Однако бухгалтерская отчетность отражает финансовое состояние предприятия только на фактическую дату ее составления, но не позволяет представить полную картину условий, факторов и причин, обусловивших это состояние. Поэтому для уточнения реального положения предприятия используют факторный анализ, исследуют финансовую устойчивость предприятия. Широко применяется моделирование. Например, широко известна балансовая модель устойчивости финансового состояния предприятия, математически представленная в виде:

$$\Phi + З + Д_c = И_c + K_r + K_k + P,$$

где  $\Phi$  — основные средства и прочие внеоборотные активы;

$Z$  — запасы и затраты;

$L_c$  — денежные средства, краткосрочные финансовые вложения, дебиторская задолженность и прочие активы;

$I_c$  — источники собственных средств;

$K_r$  — среднесрочные, долгосрочные кредиты и заемные средства;

$K_k$  — краткосрочные кредиты;

$P$  — кредиторская задолженность.

На основании этой модели определяются области финансового риска и анализируется степень финансовой устойчивости предприятия.

Каждый специалист может выполнить экспертную оценку финансового риска предприятия и на основе общераспространенных показателей эффективности: рентабельности, оборачиваемости фондов, фондоотдачи, затрат на рубль произведенной продукции (работ, услуг). Общая оценка финансового риска акционерного общества возможна на основе анализа коэффициентов текущей ликвидности и финансовой устойчивости. Этот анализ базируется на первичной отчетности — балансе предприятия (форма № 1) и справках к нему (табл. 15.2).

**Таблица 15.2**  
**Оценка финансового риска ОАО "Боровое"**

Показатели	На 1 января 1999 г.	На 1 января 2000 г.	Темп роста, %
Собственные оборотные средства, тыс. руб.	2108	1630	0,77
Показатель абсолютной ликвидности (денежные средства и прочие активы/текущие пассивы)	0,01	0,0	1,33
Общий показатель покрытия (активы/текущие пассивы)	1,06	1,5	1,42
Соотношение дебиторской и кредиторской задолженности	1,4	0,8	0,57

Анализ показателей таблицы позволяет сделать вывод, что на предприятии целесообразно создать службу финансового менеджмента, способную повысить доходность хозяйственной деятельности, снизить рискованность вложения средств и управлять платежеспособностью. Недостаточное внимание уделяется также оценке финансового риска неплатежеспособности или банкротства. Коэффициенты, выбранные в качестве критериев, не учитывают, в част-

ности, региональную или отраслевую специфику предприятия. Поэтому необходимо проведение комплексного анализа его финансового состояния.

В отдельных случаях целесообразно выполнять факторный анализ риска вложений в ценные бумаги (табл. 15.3). Необходимо осуществлять также оценку финансовых возможностей отдельных видов ценных бумаг.

**Таблица 15.3**  
**Факторный анализ риска вложений в ценные бумаги**

Фактор	Удельный вес
Вид ценной бумаги	20
Срок действия ценной бумаги	5
Эмитент	20
Форма выпуска (документарная или бездокументарная)	5
Обеспеченность, гарантии выпуска	10
Конвертируемость	5
Учетная ставка Центрального банка РФ	15
Общая экономическая ситуация в стране	10
Инфляция	10

Облигации обеспечивают сохранность сбережений и фиксированный доход и поэтому представляют интерес для осторожных инвесторов, стремящихся сохранить свой капитал и получать на него пусть небольшой, но гарантированный доход. Акции при благоприятной рыночной конъюнктуре могут быть реализованы по курсовой цене, в несколько раз превышающей цену их приобретения. Однако при ухудшении финансового положения акционерного общества падает не только курс акций, но и сокращается или сводится к нулю размер дивидендов по ним. Акции привлекательны для инвесторов, готовых идти на риск, сыграть на курсовой разнице цены покупки и продажи бумаг. Депозитные сертификаты в условиях инфляции — наиболее надежное средство сохранения капитала из-за краткосрочности займа и достаточно высоких процентов по нему.

Осуществляя финансовые инвестиции, держатель ценных бумаг преследует одну цель — получить доход, преумножить капитал или хотя бы сохранить его на прежнем уровне, что особенно актуально в условиях инфляции. Инвестируя сбережения, покупатель финансового актива отказывается от какой-то части материальных благ в надежде укрепить свое благополучие в будущем. В то же время всегда существует вероятность того, что эмитент не сможет выкупить облигации, когда подойдет срок погашения займа, а акционерное общество обанкротится или не сможет выплатить дивиденды по

акциям. Важнейшее правило инвестирования заключается в том, что прибыль от вложений в ценные бумаги прямо пропорциональна риску, на который готов идти инвестор.

#### **15.4. Рейтинговый анализ уровня инвестиционного риска на региональных рынках ценных бумаг**

На территории России действует единая система общегосударственных нормативно-правовых актов. В отдельных регионах приняты региональные нормативно-правовые акты, регулирующие инвестиционную деятельность на их территории. Законодательство регулирует возможности инвестирования в те или иные сферы или отрасли, определяет порядок использования отдельных факторов производства — составляющих инвестиционного потенциала региона.

**Рейтинг журнала “Эксперт”.** В начале 1997 г. в журнале “Эксперт” был опубликован уникальный рейтинг распределения регионов России по интегральной оценке инвестиционного потенциала. Рейтинг показывает, что наибольший вклад в формирование инвестиционного потенциала вносят следующие факторы: инфраструктурная освоенность территории, инновационный потенциал и интеллектуальный потенциал населения. В этом рейтинге наряду с такими общепризнанными экономическими лидерами, как Московская, Свердловская, Самарская, Кемеровская, Нижегородская области, Татарстан, Москва, Санкт-Петербург и др., в первую двадцатку входят менее экономически мощные, но достаточно “обустроенные” области Центральной России — Белгородская, Владимирская, Воронежская, Рязанская и Тульская. Если не принимать в расчет “ресурсную” составляющую рейтинга, то в число лидеров следует включить Калининградскую и Ярославскую области и исключить из них Кемеровскую и Тюменскую. Из 20 замыкающих рейтинг регионов 17 являются национально-территориальными образованиями. Это свидетельствует не только об ограниченном инвестиционном потенциале этих регионов, но и о невозможности их экономического подъема без целевой государственной поддержки.

По инвестиционному потенциалу можно выделить *пять полюсов инвестиционного роста*, сосредоточенных в европейской России и на Урале: Северо-Западный (во главе с Санкт-Петербургом), Центрально-Российский (во главе с Москвой и Московской областью), Поволжский (Самарская и Саратовская области), Южно-Российский (Краснодарский край и Ростовская область) и Уральский (Свердловская и Челябинская области). Для иностранных инвесторов в отличие от отечественных несколько более привлекательными являются Московская, Рязанская, Владимирская, Волгоград-

ская, Воронежская, Саратовская и Кемеровская области. В то же время для иностранных инвесторов рейтинг Москвы, Тульской, Нижегородской и Тюменской областей оказался ниже.

В целом Россия относится к числу стран с весьма высоким уровнем инвестиционного риска, что резко снижает ее общий рейтинг. Однако различия степени риска отдельных регионов России весьма контрастны: от регионов с затухающими или вновь готовыми вспыхнуть вооруженными (Чеченская Республика, Дагестан) и социально-политическими (Кемеровская область) конфликтами до вполне благополучных регионов с авторитетной властью (Татарстан и Нижегородская область). Большинство регионов с наименьшим риском сосредоточено в почти непрерывной узкой полосе от Санкт-Петербурга до Екатеринбурга), в то время как большинство регионов с наибольшим риском занимают почти всю Восточную Сибирь и Дальний Восток.

Аналитики журнала “Эксперт” разработали оригинальную методику, основанную на сочетании статистического и экспертного подходов. Оценка инвестиционного климата проводилась отдельно для каждого из 89 субъектов Федерации. При этом были использованы более сотни статистических показателей регионального развития за 1994—1996 гг. (информация Госкомстата России), проанализированы около 1000 опубликованных законодательных актов, относящихся к сфере регулирования инвестиционной деятельности в Российской Федерации и ее субъектах, а также доклады различных исследовательских центров и др. Оценка вклада каждого фактора в инвестиционный климат проводилась на основе опроса российских и иностранных экспертов.

На первом этапе исследования все статистические показатели по регионам группировались с помощью корреляционно-регрессионного анализа, и в каждой группе были выделены наиболее значимые показатели. Интегральный рейтинг каждого региона по инвестиционному потенциалу рассчитывался как средневзвешенное по экспертным весам значение рейтинга (места региона) по семи составляющим: *ресурсно-сырьевому* (средневзвешенная обеспеченность балансовыми запасами основных видов природных ресурсов), *производственному* (совокупный результат хозяйственной деятельности населения в регионе), *потребительскому* (совокупная покупательная способность населения региона), *инфраструктурному* (экономико-географическое положение региона и его инфраструктурная обустроенность), *интеллектуальному* (образовательный уровень населения), *институциональному* (степень развития ведущих институтов рыночной экономики), *инновационному потенциалу* (уровень внедрения достижений научно-технического прогресса в регионе).



Аналогичным образом было рассчитано значение интегрального рейтинга каждого региона по уровню инвестиционных рисков, включающему следующие виды риска: *экономический* (тенденции в экономическом развитии региона), *политический* (поляризация политических симпатий населения по результатам последних выборов в Федеральное Собрание), *социальный* (уровень социальной напряженности), *экологический* (уровень загрязнения окружающей среды, включая радиационное), *криминальный* (уровень преступности в регионе с учетом тяжести преступлений).

1-й ранг по инвестиционному потенциалу получал регион, имеющий наибольший потенциал, а по инвестиционному риску — имеющий наименьший риск. В случаях когда фактические значения статистических показателей у нескольких регионов были равны, всей группе присваивалось среднее значение рейтинга. При отсутствии какого-либо признака всем таким регионам присваивался либо 89-й (по потенциалу), либо 1-й (по риску) ранг.

**Рейтинги “Стандард энд Пул” и Moody’s.** Используется следующая схема построения этих рейтингов, основанных на фундаментальном анализе.

1. Отбор факторов, критических для рассматриваемого предмета (наиболее перспективные акции, оценка надежности контрагента, установление кредитоспособности заемщика).

2. Определение значимости промежуточных факторов, прослеживание их взаимосвязи и выяснение значимости того или иного фактора. Значение некоторых факторов, их учет зависит от мнений экспертов.

3. Сбор информации, которая на предыдущем этапе была признана необходимой для построения рейтинга.

4. Ранжирование компаний с учетом всех принимаемых в расчет критериев.

В российских условиях этот подход затруднен из-за недостатка нужных статистических данных и динамичного развития финансового рынка. В России наибольшую известность получили рейтинги, базирующиеся на опросах специалистов. К опросам привлекаются эксперты-практики, мнение которых актуально и отражает реальные события на рынке. От действий специалистов инвестиционных институтов зависит в итоге и изменение курсовой стоимости акций, и выбор партнеров по сделке. Преимущество таких рейтингов — быстрая реакция на изменение ситуации.

**Рейтинги АК&М.** Эти рейтинги проводятся среди эмитентов ценных бумаг и компаний — профессиональных участников фондового рынка. Основа построения рейтингов — анкетирование экспертов. Первый рейтинг проведен в декабре 1994 г. В качестве экспертов

привлекались специалисты компаний — участников базы данных АК&М List.

Методика рейтингов АК&М постоянно уточняется. При проведении первых девяти рейтингов каждому специалисту предлагалось назвать по пять эмитентов, операторов рынка ценных бумаг и регистраторов, наиболее полно удовлетворяющих необходимым требованиям. При обработке информации компаниям в названном специалистами перечне присваивались следующие баллы: № 1 — 30 баллов, № 2 — 25, № 3 — 20, № 4 — 15, № 5 — 10 баллов. При составлении последующих рейтингов с целью повышения их точности и охвата возможно большего числа компаний каждому эксперту предлагалось назвать семь компаний. В перечне баллы присваивались таким образом: № 1 — 40 баллов, № 2 — 35, № 3 — 30, № 4 — 25, № 5 — 20, № 6 — 15, № 7 — 10 баллов. При составлении рейтингов (кроме первого рейтинга) в расчет не принимались позиции, где опрашиваемые называли собственную компанию. Эмитенты ценных бумаг оценивались по таким характеристикам, как информационная открытость, привлекательность акций для инвесторов и др.

### **15.5. Методы управления инвестиционными рисками**

В России осуществляется практическая деятельность по уменьшению инвестиционного риска. Например, создан Федеральный общественно-государственный фонд по защите прав вкладчиков и акционеров (ФОГФ) под эгидой ФКЦБ России. Методической базой управления рисками традиционно является системный анализ, в ходе которого детально исследуются исходная ситуация и возможные пути ее развития, определяются факторы, реально влияющие на осуществление конкретного инвестиционного проекта. Информационная поддержка имеет при прогнозировании и минимизации рисков определяющее, но не исключительное значение. Помимо достоверных сведений для системного анализа необходимо использование специализированного методического и технического инструментария.

Для принятия верного инвестиционного решения требуется разносторонняя и полная информация по экономическим, социальным, экологическим вопросам и аспектам государственного управления. Эта информация для основной массы инвесторов недоступна. Ранее действовавшая система государственного информационного обеспечения, включавшая государственные и ведомственные научно-исследовательские институты, лаборатории и центры, информационные подразделения и отдельных специалистов

на каждом предприятии, в рамках централизованного управления осуществляла разностороннее информационное обеспечение народного хозяйства. В ходе кардинальных экономических преобразований эта целостная информационно-аналитическая система была разрушена. Немногие сохранившиеся ее элементы трансформировались и обслуживают в основном коммерческие структуры. Вместе с тем появился рынок информации и аналитических услуг. Возникли информационно-аналитические центры, консалтинговые фирмы, аналитические структуры и т.д. Основы регулирования рынка информации закреплены в Законах “Об информации, информатизации и защите информации”, “О государственной тайне” и др.

Необходимость создания единой системы информационного обеспечения участников рынка ценных бумаг является первоочередной задачей. Эта необходимость растет в связи с постоянным расширением спектра информационных потребностей, который включает в себя информацию об эмитентах и инвесторах, инвестиционных качествах отдельных видов ценных бумаг, условиях фондовых операций, степени и видах инвестиционного риска. Развитие информационного обеспечения участников рынка ценных бумаг осложняется рядом проблем. К основным проблемам относятся отсутствие единого информационного пространства (наличие отдельных информационных систем ФКЦБ России, Центрального банка РФ, регионов, крупных эмитентов и инвесторов), несоответствие нормативно-правовой базы в области информационного обмена специфике и реалиям рынка ценных бумаг (отсутствие нормативно-правовых документов, позволяющих формировать и структурировать информационные потоки, обеспечивать защиту и достоверность информации, гарантировать информационную безопасность с учетом требований государственной безопасности и соблюдения коммерческой тайны), нехватка специалистов, непроработанность концептуальных вопросов (отсутствие единой федеральной программы создания инфраструктуры рынка ценных бумаг, утвержденных концепций развития информационного обмена между участниками фондового рынка), распыление финансового обеспечения (финансирование осуществляется фрагментарно по линии ФКЦБ России, Центрального банка РФ, отдельных регионов, инвесторов и эмитентов).

Важным моментом является точная оценка величины финансового риска. Страховые организации для оценки риска широко используют метод экспертных оценок. Независимый эксперт (оценщик) профессионально оценивает возможный уровень финансового риска. Естественно, что эта оценка имеет определенную степень погрешности. В последнее время стали более активно применяться различные нормативно-параметрические методы. Например,

выделяются отдельные параметры (факторы), и каждый параметр оценивается определенным количеством баллов. Сумма баллов по всем параметрам сравнивается с нормативным значением. По результатам сравнения дается оценка величины финансового риска. Однако заметим, что страхование накладывает на предприятие дополнительные финансовые обязательства по выплате страховых взносов. Причем, чем ниже финансовая устойчивость предприятия, тем выше тарифная ставка страховой организации.

Многие вопросы снижения риска на рынке корпоративных ценных бумаг связаны с правильной организацией его работы. Существует два варианта создания страховых и компенсационных схем защиты интересов инвесторов в России:

- путем формирования фондов взаимного страхования профессиональной ответственности;
- путем создания общероссийской системы защиты имущественных интересов инвесторов, обеспечивающей компенсационные выплаты на основе единых принципов.

### **Контрольные вопросы**

1. Чем отличается инвестиционный риск на рынке ценных бумаг от финансового риска?
2. Что показывает коэффициент вариации при оценке инвестиционного риска на рынке ценных бумаг?
3. Какие методы можно эффективно применять для снижения инвестиционного риска на рынке ценных бумаг России?
4. В каких единицах измеряется инвестиционный риск на рынке ценных бумаг?
5. Какой метод оценки инвестиционного риска вы считаете самым перспективным и почему?

### **Проверочные задания**

1. Дефиниция какого термина приведена ниже?  
*Вероятность получения прибыли или убытков в результате деятельности на рынке ценных бумаг.*
2. Закончите предложение.  
*Критериями оценки степени инвестиционного риска на рынке ценных бумаг являются...*
3. Вычеркните ненужное.  
*Методами снижения инвестиционного риска на рынке ценных бумаг являются диверсификация, прогнозирование, страхование, экспертиза.*

# Тема 16

## ПОДХОДЫ К ФОРМИРОВАНИЮ ПОРТФЕЛЕЙ ЦЕННЫХ БУМАГ

---

### План занятия:

1. Портфели ценных бумаг, их типы.
2. Механизм формирования портфеля ценных бумаг.
3. Стратегия управления портфелем ценных бумаг.
4. Методы управления портфелем ценных бумаг.

### 16.1. Портфели ценных бумаг, их типы

*Портфель ценных бумаг* — это определенным образом подобранная совокупность отдельных видов ценных бумаг. Структура портфеля — это соотношение конкретных видов ценных бумаг в портфеле. Различают портфели ценных бумаг:

- односторонние целевого характера;
- сбалансированные по целям.

Целями формирования портфелей ценных бумаг могут быть: 1) получение дохода; 2) сохранение капитала; 3) обеспечение прироста капитала на основе повышения курса ценных бумаг (рис. 16.1). Характер портфелей ценных бумаг может быть:

- *консервативный*, или *уравновешенный*. Такой портфель формируется из хорошо известных ценных бумаг с четко определенными положительными характеристиками и наименьшей степенью риска, гарантирующими возврат вложенных средств, хотя и приносящими небольшой доход. Цель инвестирования в этом случае — сохранить капитал;

- *агрессивный*. Данный портфель формируется из наиболее рискованных, но и самых доходных бумаг. Цель инвестирования средств в такой портфель — получение дохода;

- *бессистемный*. Этот портфель формируется по воле случая, безо всякой системы.

Рассмотрим типы портфелей ценных бумаг на примере двух ситуаций.

**Ситуация 1.** Предприятие имеет следующий портфель инвестиций: облигации государственного сберегательного займа — 20%, обыкновенные акции ОАО “Межрегионгаз” — 15%, привилегированные ак-

ции коммерческих банков и страховых компаний — 15%, депозитные сертификаты коммерческих банков — 20%, облигации ОАО “Нефтепродукты” — 30%. В портфеле только 30% акций (15% обыкновенных и 15% привилегированных). Эти ценные бумаги являются самыми рискованными, но и наиболее доходными. Инвестор поделил пополам инвестиции в обыкновенные и привилегированные акции. За счет инвестиций в привилегированные акции он обеспечил пусть и меньший, но гарантированный дивиденд и преимущественное право на долю в активах акционерных обществ в случае их ликвидации. 70% портфеля составляют долговые обязательства (20% государственные облигации, 20% депозитные сертификаты коммерческих банков, 30% корпоративные облигации). Эти финансовые активы менее прибыльны, но менее рискованы. В целом портфель ценных бумаг данного предприятия является консервативным.

**Ситуация 2.** Предприятие имеет в портфеле ценных бумаг акции предприятий, занимающихся добычей, транспортировкой и реализацией нефтепродуктов; акции предприятий, производящих химическую продукцию на основе нефтепродуктов. Данный портфель финансовых инвестиций можно признать агрессивным, рискованным. Все эмитенты — звенья единой технологической цепочки по добыче, транспортировке, переработке и реализации нефти и нефтепродуктов. Банкротство одного из предприятий неминуемо приведет к краху остальных, что означает для инвестора потерю финансовых вложений.



**Рис. 16.1. Классификация портфелей ценных бумаг**

Портфель ценных бумаг — набор ценных бумаг для достижения определенной цели, например гарантированной доходности инвестиций. В такой набор должны входить как надежные, но менее прибыльные, так и рискованные, но более доходные бумаги различных эмитентов, отраслей, видов. Портфель может быть ориентирован в большей мере на надежность (консервативный) или на доходность (агрессивный). Портфели ценных бумаг могут быть фиксированные и меняющиеся. *Фиксированные портфели* сохраняют свою структуру в течение установленного срока, продолжительность которого определяется сроком погашения входящих в него ценных бумаг. *Меняющиеся, или управляемые, портфели* в полном соответствии со своим названием имеют динамическую структуру ценных бумаг, состав которых постоянно обновляется с целью получения максимального экономического эффекта.

Имеются *специализированные портфели* иностранных ценных бумаг и отечественных ценных бумаг. Первые ограничиваются какой-то конкретной страной или охватывают целые регионы (чаще всего развивающихся стран), что позволяет сократить вероятность риска в каждой отдельно взятой стране. Такие портфели дают возможность зарубежным инвесторам при сравнительно небольшом риске осваивать новые рынки и при необходимости быстро избавляться от местных акций.

Портфели ценных бумаг могут иметь отраслевую и территориальную специализацию. Например, портфель ценных бумаг предприятий топливно-энергетического комплекса или предприятий Краснодарского края. Портфели ценных бумаг могут быть ориентированы на включение в свой состав только краткосрочных или среднесрочных и долгосрочных ценных бумаг. Большинство портфелей ценных бумаг являются специализированными, включая преимущественно один вид ценных бумаг (акции, государственные облигации, неэмиссионные ценные бумаги и т.д.). В России такая специализация пока не прослеживается ввиду неразвитости фондового рынка. В странах с рыночной экономикой она является правилом. Например, имеются портфели ипотечных ценных бумаг, облигаций корпораций, муниципальных бумаг, опционов, акций предприятий и т.п.

## **16.2. Механизм формирования портфеля ценных бумаг**

Принципами формирования портфеля ценных бумаг являются: 1) безопасность; 2) доходность; 3) ликвидность; 4) рост капитала. Этапы формирования портфелей ценных бумаг включают в себя:

- выбор типа портфеля и определение его характера;

- оценку степени портфельного инвестиционного риска;
- моделирование структуры портфеля;
- оптимизацию структуры портфеля.

Обычно главная цель инвестора при формировании портфеля ценных бумаг — это достижение оптимального соотношения между риском и доходом. Механизм формирования портфеля ориентирован на приоритеты инвестора, основными из которых являются:

- ♦ сохранность и приращение капитала;
- ♦ получение быстрого дохода;
- ♦ доступ (через приобретение ценных бумаг) к дефицитной продукции, услугам, возможная их реализация и распределение;
- ♦ доступ к собственности.

В мировой практике предусмотрена более детальная дифференциация типов потенциальных инвесторов: 1) консервативные; 2) умеренно агрессивные; 3) агрессивные; 4) опытные; 5) изощренные. Основные типы инвесторов показаны в табл. 16.1.

Таблица 16.1

**Основные типы инвесторов**

Типы инвесторов	Цели инвестирования
Консервативные	Безопасность вложений
Умеренно агрессивные	Безопасность вложений + Доходность
Агрессивные	Доходность + Рост вложений
Опытные	Доходность + Рост вложений + + Ликвидность
Изощренные	Максимальная доходность

Цель *консервативных инвесторов* — безопасность вложений. *Умеренно агрессивные инвесторы* стремятся не только сохранить вложенный капитал, но получить на него доход, пусть небольшой. *Агрессивные инвесторы* не довольствуются процентами от вложенных средств, а пытаются добиться приращения капитала. *Опытные инвесторы* постараются обеспечить и прибыль, и увеличение капитала, и ликвидность ценных бумаг, т.е. быструю их реализацию на рынке в случае необходимости. Цель *изощренных инвесторов* — получение максимальных доходов.

Чтобы обеспечить устойчивость портфеля ценных бумаг, инвесторы ограничивают размер вложений в ценные бумаги одного эмитента, добиваясь таким образом снижения степени риска. При вложении средств в акции промышленных компаний осуществляется их отраслевая диверсификация. Взаимные фонды денежного рынка, работающие с краткосрочными ценными бумагами частных эмитентов и государства, проводят диверсификацию, управляя смешанным пакетом финансовых активов. Этот пакет включает:



государственные облигации, краткосрочные ценные бумаги муниципалитетов, сертификаты долевого участия других инвестиционных институтов.

Управление диверсифицированным портфелем требует проведения постоянных операций с ценными бумагами для поддержания качества портфеля и обеспечения роста его текущей стоимости. Например, если курс акций акционерного общества “Автомобиль”, которые входят в портфель, проявляет тенденцию к снижению, их необходимо немедленно продать и купить ценные бумаги предприятия, находящегося на подъеме. Если есть неуверенность в динамике курса акций, их нужно продать и купить облигации, курс которых более устойчив.

При выборе стратегии инвестирования факторами, определяющими отраслевую структуру инвестиционного портфеля, остаются риск и доходность инвестиций. При выборе ценных бумаг факторами; определяющими доходность инвестиций, являются рентабельность производства и перспективы роста объема продаж. Высокорентабельный бизнес обеспечивает наименьший период окупаемости и создает предпосылки для реинвестирования прибыли в развитие производства. Инвестиционная привлекательность отдельного предприятия зависит от показателей, характеризующих его финансовое состояние. Инвесторов непосредственно интересуют показатели, влияющие на доходность капитала предприятия, курс акций и уровень дивидендов. От *уровня доходности (рентабельности)* зависит при прочих равных условиях размер дивидендов по акциям. Это самый общий показатель, отвечающий на вопрос, какую прибыль получает предприятие в расчете на 1 руб. активов. В показателе рентабельности капитала результат текущей деятельности данного периода (балансовая прибыль) сопоставляется с имеющимися у предприятия основными и оборотными средствами (активами). Рентабельность капитала рассчитывается как произведение рентабельности продукции и оборачиваемости активов (выручка от реализации, деленная на среднюю за анализируемый период стоимость активов):

$$П / A = П / P \times P / A ,$$

где  $P$  — балансовая прибыль;

$A$  — средняя за анализируемый период стоимость активов;

$P$  — выручка от реализации продукции.

Для оценки инвестиционного потенциала предприятия имеет значение, за счет каких факторов растет или снижается рентабельность капитала. Показатель эффективности использования капитала предприятия, в конечном счете интересующий его акционеров, —

отношение чистой прибыли к стоимости активов. Определение дивидендов в расчете на одну акцию производится только исходя из размера чистой прибыли. Уровень дивидендов зависит от величины чистой прибыли и от того, какую часть ее решено направить на выплату дивидендов.

Держателей обыкновенных акций в большей степени, чем уровень дивидендов, интересует *курс акций*. Курс акций зависит от целого ряда финансовых показателей акционерного общества. Самый простой показатель — соотношение уровня дивидендов, выплачиваемых по обыкновенным акциям, и ставки банковского процента по депозитам. Курс акций равен произведению этого соотношения на номинальную цену акции. Однако такой подход к оценке курса акций не дает представления о перспективности вложения средств в данное акционерное общество. Более правильно определять курс акций исходя из возможностей акционерного общества по выплате дивидендов. Для этого надо рассчитать чистую прибыль на одну обыкновенную акцию, но не на какую-то дату, а в течение нескольких анализируемых периодов (кварталов, а если возможно — лет).

На развитом рынке ценных бумаг представляет интерес еще один показатель, оценивающий курс акций. Он рассчитывается как отношение курса акций к чистой прибыли (или размеру дивидендов) на одну акцию. Если представить, что курс акций зависит только от их номинала, чистой прибыли на одну акцию (или дивиденда) и уровня банковского процента, тогда:

$$A_k = A_n \times (\text{ЧП} \times 100) / n B_n,$$

или

$$A_{k1} = (A_n \times D \times 100) / n B_n,$$

где  $A_k, A_{k1}$  — курсовая цена акции;

$A_n$  — номинальная цена акции;

ЧП — чистая прибыль акционерного общества;

$D$  — сумма дивидендов, выплачиваемых по обыкновенной акции;

$n$  — число выпущенных обыкновенных акций;

$B_n$  — уровень банковского процента по депозитам.

В этом случае отношение курса акций к чистой прибыли (сумме дивидендов) равно:

$$A_k / \text{ЧП} = (A_n \times 100) / B_n; \quad A_{k1} / D = (A_n \times 100) / B_n.$$

Таким образом, если бы курс акций формировался только в зависимости от ее номинала и размера чистой прибыли (дивидендов) на одну акцию, то отношение курса акций к чистой прибыли (размеру дивидендов) во всех случаях было бы равно номиналу, деленному на уровень банковского процента по депозитам. Однако курс акций формируется под влиянием причин рыночного характера и зависит не только от уровня чистой прибыли (дивидендов) на одну акцию. Иногда низкий уровень дивидендов по акциям связан с необходимостью использовать в данном периоде прибыль для развития производства. Это может означать, что в последующие периоды дивиденды могут быть достаточно высокими.

Все это множество факторов необходимо учитывать для оценки потенциала инвестиций в ценные бумаги.

### **16.3. Стратегия управления портфелем ценных бумаг**

Портфельные стратегии, которые разрабатываются при формировании портфеля ценных бумаг, — это выбранные направления по достижению конкретных целей, поставленных инвестором. Как правило, стратегии управления портфелями ценных бумаг разрабатывают инвестиционные фонды и компании, которые являются институциональными инвесторами на рынке ценных бумаг. Обычно инвестиционные компании и фонды не гарантируют своим вкладчикам получение фиксированного дохода. Они обеспечивают на профессиональном уровне максимально эффективное вложение средств, но без твердых гарантий. При этом вкладчики имеют возможность выбора между портфелями ценных бумаг различных фондов.

В соответствии с характером проводимой инвестиционной стратегии фонды и компании условно могут быть разделены на следующие группы:

- 1) инвестирующие капитал в ценные бумаги с ограниченным риском колебаний их курса;
- 2) ориентированные на рост прибылей при повышенном риске колебаний курса ценных бумаг;
- 3) осуществляющие диверсификацию финансовых активов;
- 4) специализирующиеся на капитализации процентных ставок денежного рынка.

К первой группе относятся инвестиционные компании и фонды, покупающие преимущественно государственные, муниципальные и корпоративные облигации, которые считаются на западном фондовом рынке наименее рискованными видами ценных

бумаг. У этих компаний самые низкие комиссионные: за подписку — не более 4%, за управление ценными бумагами — от 0,25 до 0,60%.

Ко второй группе относятся инвестиционные компании, осуществляющие долгосрочные инвестиции. Они покупают акции, конвертируемые облигации и производные финансовые инструменты, такие, как опционы на фондовые индексы и варранты. Клиентами таких компаний являются лица, для которых приемлем повышенный риск при размещении хотя бы части их активов. Комиссионные за услуги этих компаний наиболее высокие: за подписку — до 6%, за управление — до 1,5%. К данной группе относятся, в частности, американские объединенные инвестиционные трасты и управленческие компании.

К третьей группе относятся компании и фонды, осуществляющие диверсификацию долгосрочных вложений средств в разные ценные бумаги. Такая диверсификация является надежным методом ограничения риска потери капитала. Для осуществления подобной инвестиционной стратегии надо располагать весьма значительным капиталом. Уровень комиссионных у этой группы компаний средний: за подписку — не более 5%, за управление — 1%.

К четвертой группе относятся компании, специализирующиеся на капитализации процентных ставок денежного рынка. Это уже упоминавшиеся ранее взаимные фонды денежного рынка. Такие компании осуществляют инвестиции на очень короткий срок, занимаясь даже однодневными сделками, поэтому риск потери капитала крайне незначителен. Клиентура таких компаний самая разнообразная: частные лица, желающие получить более высокий процент по своим сбережениям по сравнению с банковским, и фирмы, инвестирующие свободные средства. Комиссия по подписке, как правило, не взимается, поскольку речь идет о краткосрочных инвестициях.

С целью уменьшения риска инвестирования необходимо учитывать разнообразные факторы, важнейшими из которых следует принять доходность, уровень налогообложения, срок финансовых вложений. Принцип равенства доходности предполагает, что прибыльность от различных вариантов инвестирования должна быть одинаковой. В противном случае начнется активная скупка более доходных активов, что вызовет приток капитала в одни отрасли в ущерб другим.

Инвестиционные компании и фонды имеют определенные целевые установки в осуществлении инвестиционной деятельности и в соответствии с этим строят свою стратегию. В зависимости от характера этих целей и их сочетания выделяют различные типы инвесторов (см. раздел 16.2). При осуществлении инвестиционной стратегии на рынке ценных бумаг можно ориентироваться на разные

целевые установки: на получение более или менее высокого и стабильного текущего дохода или дивидендов, либо на рост стоимости ценных бумаг, т.е. увеличение вложенного капитала. Наконец, возможно сочетание обеих целей. Однако в любом случае при формировании стратегии инвестирования необходимо выполнять так называемое *золотое правило инвестирования*. Оно состоит в следующем: доход от вложений в ценные бумаги прямо пропорционален риску, на который готов идти инвестор ради желаемого дохода. Связь между степенью риска и нормой прибыли определяется следующим образом. Минимально необходимая для инвестора норма прибыли равна норме прибыли по безрисковым инвестициям плюс премия за риск по данным инвестициям.

Деятельность инвестиционных компаний и фондов в каждой стране имеет свою специфику, зависящую от особенностей фондового рынка. В большинстве стран в структуре портфельных инвестиций преобладают не акции, а облигации и краткосрочные ценные бумаги (табл. 16.2).

**Таблица 16.2**

**Структура портфельных инвестиций  
и клиентура инвестиционных компаний**

Страна	Структура портфельных инвестиций, %		Состав клиентов, %		
	Облигации и краткосрочные бумаги	Акции	Индивидуальные инвесторы	Учреждения	Предприятия
Франция	80	20	50	20	30
Великобритания	20	80	75	25	—
ФРГ	80	20	50	25	25
Италия	75	25	95	5	—
Испания	80	20	90	—	10

Средства, полученные инвестиционной компанией при продаже первых пакетов собственных акций, обычно сразу же вкладываются в рыночные активы. Выбор активов осуществляется исходя из инвестиционных качеств ценных бумаг и состояния фондового рынка. Например, на российском рынке инвестиционная компания может выбирать среди достаточно большого количества ценных бумаг (см. раздел 2.5). В западной практике предложение ценных бумаг осуществляется инвестиционными институтами по принципу “предложения всех усилий”, “твердого обязательства” или “страхования недоразмещения”. В первом случае риск недоразмещения несет фир-

ма-эмитент, а инвестиционная компания продает возможное количество акций за комиссионные. При втором варианте весь выпуск ценных бумаг покупает инвестиционная компания и перепродает его по цене, немного превышающей первоначальную. При “страховании недоразмещения” инвестиционный институт размещает ценные бумаги от лица эмитента в течение оговоренного срока, а недоразмещенную часть акций впоследствии выкупает.

Осуществлением портфельных стратегий занимаются специально подготовленные менеджеры, которых называют *портфельными менеджерами*. Поручение клиента о формировании устойчивого портфеля финансовых активов и проведения мониторинга (наблюдения) за его доходностью называется *договором портфельного управления*.

## **16.4. Методы управления портфелем ценных бумаг**

Существуют две формы управления портфелями ценных бумаг: пассивная и активная. П а с с и в н а я форма управления состоит в создании хорошо диверсифицированного портфеля с заранее определенным уровнем риска и продолжительным сохранением портфеля в неизменном состоянии. Методами пассивного управления являются:

- диверсификация;
- индексный метод (метод зеркального отражения);
- сохранение портфеля.

*Диверсификация* предполагает включение в состав портфеля разнообразных ценных бумаг с различными характеристиками. Подбор диверсифицированного портфеля в условиях российского фондового рынка требует определенных усилий, связанных прежде всего с поиском полной и достоверной информации об инвестиционных качествах ценных бумаг. Структура диверсифицированного портфеля ценных бумаг должна соответствовать определенным целям инвесторов.

*Индексный метод* или *метод зеркального отражения* построен на том, что в качестве эталона берется определенный портфель ценных бумаг. Структура портфеля-эталона характеризуется определенными индексами. Далее этот портфель зеркально повторяется. Использование данного метода осложняется трудностью подбора эталонного портфеля.

*Сохранение портфеля* основано на поддержании структуры и сохранении уровня общих характеристик портфеля. Не всегда удается сохранить неизменной структуру портфеля, так как с учетом нестабильной ситуации на российском фондовом рынке приходится

покупать другие ценные бумаги. При крупных операциях с ценными бумагами может произойти изменение их курса, которое повлечет за собой изменение текущей стоимости активов. Возможна ситуация, когда сумма продажи ценных бумаг акционерами компании превышает стоимость их покупки. В этом случае управляющий должен продать часть портфеля ценных бумаг, чтобы произвести выплаты клиентам, возвращающим компании свои акции. Крупные объемы продаж могут оказать понижающее воздействие на курсы ценных бумаг компании, что негативно сказывается на ее финансовом положении.

Сущность активной формы управления состоит в постоянной работе с портфелем ценных бумаг. Базовыми характеристиками активного управления являются:

- ♦ выбор определенных ценных бумаг;
- ♦ определение сроков покупки или продажи ценных бумаг;
- ♦ постоянный свопинг (ротация) ценных бумаг в портфеле;
- ♦ обеспечение чистого дохода.

Если прогнозируется снижение процентной ставки Центрального банка РФ, то рекомендуется покупать долгосрочные облигации с низким доходом по купонам, курс которых быстро повышается при падении процентной ставки. При этом следует продать краткосрочные облигации с высокой доходностью по купонам, так как их курс в данной ситуации будет падать. Наконец, если динамика процентной ставки обнаруживает полную неопределенность, то управляющий превратит значительную часть портфеля ценных бумаг в активы повышенной ликвидности (например, в срочные счета). Ликвидность рассматривается как одно из важнейших качеств портфеля ценных бумаг и означает способность быстрого превращения ценных бумаг в денежные средства. От уровня ликвидности зависит способность инвестиционной компании или фонда своевременно выполнять свои обязательства перед кредиторами и акционерами.

Наряду с постоянным изменением структуры портфеля ценных бумаг изменяется и стоимость ценных бумаг. В результате встают дополнительные проблемы, связанные с увеличением или уменьшением капитала. Если имеет место чистое превышение стоимости покупки ценных бумаг над их продажей, то появляется некоторый прирост капитала. Эти средства целесообразно снова вложить в ценные бумаги. При этом необходимо следить за качеством портфеля ценных бумаг и его структурой. Высокая динамичность развития рынка ценных бумаг вызывает необходимость их постоянной переоценки с учетом текущей стоимости портфеля. Если ценные бумаги не котируются и не имеют текущего курса, то оценка производится по номиналу или определяется оценочная стоимость. Переоцен-

ка ценных бумаг может осуществляться еженедельно или даже ежедневно. Эта работа может проводиться банком-депозитарием или портфельным менеджером.

### **Контрольные вопросы**

1. Сколько видов ценных бумаг должно быть в их портфеле?
2. Чем отличаются типы портфелей ценных бумаг?
3. Что такое диверсификация портфеля ценных бумаг?
4. Чем должен заниматься портфельный менеджер?
5. Каковы основные этапы формирования портфелей ценных бумаг?

### **Проверочные задания**

1. Согласны ли вы с утверждением?

*Стратегия и тактика формирования портфелей ценных бумаг определяется на основании законов, указов президента страны, решений областной администрации, городской администрации, работ российских и зарубежных экономистов, материалов периодической печати.*

2. Закончите предложение.

*К принципам формирования портфелей ценных бумаг относятся...*

3. Оставьте нужное.

*а) Механизм формирования портфелей ценных бумаг зависит от результатов финансово-хозяйственной деятельности предприятия, характеристики финансовых активов предприятия-эмитента, инвестиционных возможностей различных видов ценных бумаг, специфики местного рынка, степени инвестиционного риска, профессиональности портфельного менеджера, изученности состояния рынка.*

*б) Стратегия и тактика формирования портфеля ценных бумаг определяется на основании законов, указов президента страны, постановлений правительства, решений Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, материалов средств массовой информации, решений директора С.П.Иванова.*



## Тема 17

# ОСОБЕННОСТИ БУХГАЛТЕРСКОГО УЧЕТА И АУДИТА ОПЕРАЦИЙ С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

---

### План занятия:

1. Общие особенности бухгалтерского учета на рынке ценных бумаг.
2. Порядок отражения в учете операций с ценными бумагами.
3. Специфика бухгалтерского учета операций с отдельными видами ценных бумаг.
4. Особенности аудита операций с ценными бумагами.
5. Основные направления аудита операций с ценными бумагами акционерного общества.

### 17.1. Общие особенности бухгалтерского учета на рынке ценных бумаг

Ценные бумаги рассматриваются в национальных системах права как движимое имущество, признаются объектом купли-продажи, хранения, залога и иных имущественных прав. Однако в силу присущих им правовых характеристик ценные бумаги подчинены специальному правовому режиму и имеют ряд особенностей бухгалтерского учета. К особенностям бухгалтерского учета операций с ценными бумагами можно отнести:

- специфику операций и многообразие одновременно совершаемых действий по каждой операции;
- специальные требования, правила и порядок ведения бухгалтерского учета;
- отличие бухгалтерского учета операций с ценными бумагами в банках, инвестиционных фондах, у профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- разницу ведения учета по добавочной стоимости, эмиссионному доходу и приросту курсовой стоимости;
- отличие ведения бухгалтерского учета по отдельным типам, видам и разновидностям ценных бумаг;
- необходимость учета особенностей видов собственности на ценные бумаги и прав владения.

Операции с ценными бумагами в основном отражаются на следующих счетах: 06 “Долгосрочные финансовые вложения”, 48 “Реализация прочих активов”, 56 “Денежные документы”, 58 “Краткосрочные финансовые вложения”, 62 “Расчеты с покупателями и заказчиками”, 68 “Расчеты с бюджетом”, 70 “Расчеты с персоналом по оплате труда”, 75 “Расчеты с учредителями”, 76 “Расчеты с разными дебиторами и кредиторами”, 80 “Прибыли и убытки”, 81 “Использование прибыли”, 82 “Оценочные резервы”, 85 “Уставный капитал”, 86 “Резервный капитал”, 87 “Добавочный капитал”, 88 “Фонды специального назначения”, 94 “Краткосрочные займы”, 95 “Долгосрочные займы”.

Масштабность фондового рынка, риск операций с ценными бумагами, интересы безопасности участников рынка обуславливают необходимость принятия детальных стандартов и правил учета ценных бумаг. Эти стандарты и правила необходимы для предупреждения и разрешения конфликтов между участниками фондового рынка, снижения возможностей для мошенничества и совершения противоправных действий.

## **17.2. Порядок отражения в учете операций с ценными бумагами**

Порядок отражения в учете операций с ценными бумагами включает следующие моменты:

1. В учете отражаются только операции с ценными бумагами, поименованными в статье 143 Гражданского кодекса РФ (государственными облигациями, векселями, чеками, депозитными и сберегательными сертификатами, банковскими чековыми книжками, коносаменатами и др.).

2. Вложения средств организации в виде инвестиций в ценные бумаги в бухгалтерском учете отражаются как финансовые вложения.

3. Для учета приобретенных ценных бумаг нужно использовать счет 06, если установлен срок их погашения, превышающий один год, или вложения осуществлены с намерением получать доходы по ним в течение более чем одного года, и счет 58, когда установленный срок их погашения не превышает одного года или вложения осуществлены без намерения получать доходы по ним в течение более чем одного года.

4. Финансовые вложения принимаются к учету в сумме фактических затрат инвестора. Такими затратами являются:

- сумма, уплачиваемая по договору купли-продажи;
- сумма, уплачиваемая специальным органам или иным лицам за информационные и консультационные услуги;
- вознаграждение посредников;

- расходы по уплате процентов по заемным средствам, используемым на приобретение ценных бумаг до принятия их к учету;
- иные расходы, связанные с ценными бумагами.

5. Для предварительного учета фактических затрат используется счет 08, субсчет “Вложения в ценные бумаги”. По государственным ценным бумагам в течение срока их обращения разрешается равномерно ежемесячно списывать на финансовые результаты разницу между суммой фактических затрат на их приобретение и номинальной стоимостью.

Резерв под обесценение вложений в ценные бумаги создается по финансовым результатам организаций в конце отчетного года. Создание резерва отражается по дебету счета 80 и кредиту счета 82. Величина резерва определяется отдельно по каждому виду ценных бумаг, котирующихся на бирже или специальных аукционах. Если до конца года, следующего за годом создания резерва под обесценение, сумма резерва не будет использована полностью или частично, то неизрасходованные суммы присоединяются при составлении бухгалтерского баланса на конец года к финансовым результатам соответствующего периода.

Постановление ФКЦБ России “Об утверждении правил отражения профессиональными участниками рынка ценных бумаг и инвестиционными фондами в бухгалтерском учете отдельных операций с ценными бумагами” от 27 ноября 1997 г. (действует с 1 января 1998 г.) предусматривает учет операций по приобретению, реализации и прочему выбытию ценных бумаг на дату *перехода прав* на ценные бумаги. При организации бухгалтерского учета по счетам 06 “Долгосрочные финансовые вложения” и 58 “Краткосрочные финансовые вложения” обеспечивается раздельный учет ценных бумаг, приобретенных как финансовые вложения для собственных нужд (с целью получения *инвестиционного дохода*) и для перепродажи (с целью получения *дохода от их реализации*).

Профессиональным участникам рынка и инвестиционным фондам разрешается производить *переоценку* вложений в ценные бумаги, котировки которых регулярно публикуются. Затраты профессиональных участников рынка и инвестиционных фондов (как плата за регистрацию проспекта эмиссии, государственная пошлина за регистрацию, единовременный сбор за выдачу долгосрочных лицензий, стоимость приобретения бланков сертификатов акций при их выпуске) включаются в состав нематериальных активов.

### **17.3. Специфика бухгалтерского учета операций с отдельными видами ценных бумаг**

При отражении операций с векселями используются Указания Министерства финансов РФ “О порядке отражения в бухгалтерском учете и отчетности операций с векселями, применяемом при расчетах между предприятиями за поставку товаров и оказание услуг” от 31 октября 1994 г. (с последующими изменениями и дополнениями). В случае когда организация приобретает векселя как объект финансовых вложений, они учитываются на счете 06 или 58. Вексель отражается в учете как выданный или полученный, простой или переводной, товарный или финансовый. В основном векселя в настоящее время используются для взаимных расчетов. В соответствии с Федеральным законом “О переводном и простом векселе” на территории России применяется Постановление ЦИК СНГ “О простом или переводном векселе” от 7 августа 1937 г.

Если номинал векселя (вексельная сумма) больше суммы полученного займа, то задолженность отражается на счетах 94—95, а разница относится на счет 31. Поэтому дисконт может списываться с указанного счета равномерно ежемесячно в течение срока действия договора займа или при погашении векселя. Заимодавец отражает выданный заем, обеспеченный векселем, на счете 58 или 06 обособлено путем фактического перечисления суммы. Полученное обеспечение обязательства (вексельная сумма) отражается на счете 008 “Обеспечение обязательств и платежное поручение”. У векселедателя выданный в обеспечение займа переводной вексель до его акцепта (задолженность по займу) числится на счетах 94—95 на отдельном субсчете.

Специфика учета акций связана со следующими моментами:

- с различной стоимостью одной и той же акции;
- зависимостью от “места” акции в контрольном или неконтрольном пакете;
- учетом стоимости акций при взносе в уставный капитал.

Особый порядок учета существует по операциям с опционами и фьючерсами. Сберегательные или депозитные сертификаты, а также чеки учитываются организацией на счете 55, к которому открываются одноименные субсчета по указанным видам ценных бумаг в порядке, изложенном в инструкции по применению плана счетов.

Должна вестись книга учета ценных бумаг. Если бланки ценных бумаг хранятся в депозитариях, то они учитываются у организации-собственника с выделением информации в аналитическом учете по хранению. Начисление расходов по оплате услуг депозитариев отражается как прочие операционные расходы по дебету счета 80. В пояснительной записке к балансу предприятия, представляемой

вместе с проспектом эмиссии в органы регистрации, в разделе “Дополнительная финансовая информация” приводится перечень финансовых вложений эмитента, которые составляют более 10% от всех его финансовых вложений на конец последнего финансового года перед принятием решения об эмиссии ценных бумаг. В этом перечне указывается рыночная стоимость ценных бумаг, определенная в соответствии со статьей 77 Федерального закона “Об акционерных обществах” по методу чистых активов (Постановления ФКЦБ России от 17 сентября 1996 г. № 19 и от 9 января 1997 г. № 1).

#### **17.4. Особенности аудита операций с ценными бумагами**

Особенности аудита операций с ценными бумагами предопределены специфическим объектом аудита, большим количеством нормативно-правовых актов, регулирующих развитие рынка ценных бумаг, а также отсутствием специальных методик его проведения. Целью аудита операций с ценными бумагами является установление соответствия совершенных операций с ценными бумагами действующему законодательству РФ, а также проверка достоверности бухгалтерской (финансовой) отчетности по этим операциям. К задачам аудита операций с ценными бумагами относятся:

- проверка соответствия совершенных операций с ценными бумагами уставу акционерного общества;
- проверка законности сделок с ценными бумагами и правильности их оформления;
- экспертиза проспектов эмиссии, положений о конвертации, выплате дивидендов, выкупе ценных бумаг и др.;
- оценка эффективности совершенных операций с ценными бумагами;
- экспертиза правильности определения рыночной стоимости ценных бумаг;
- экспертиза проведения дополнительных эмиссий и правильности их бухгалтерского учета;
- оценка степени финансового риска и целесообразности приобретения ценных бумаг;
- проверка правильности начисления, выплаты дивидендов, процентов и отражения этих операций в бухгалтерской отчетности;
- проверка правильности налогообложения операций с ценными бумагами;
- выявление фактов нарушения порядка ведения бухгалтерского учета и предоставления финансовой отчетности, а также правовых актов РФ при осуществлении операций с ценными бумагами.

В основном используются следующие методы аудита операций с ценными бумагами:

- ♦ *аналитический* — предполагает выполнение анализа операций с ценными бумагами, их отражение в отчетности. Этот метод требует специальной подготовки аудитора по операциям с ценными бумагами;
- ♦ *статистический* — основан на факторном анализе, использовании индексного метода выборок, группировок и сравнений. Широко применяется на практике, так как достаточно прост и подробно рассмотрен в специальной литературе;
- ♦ *нормативный* — основан на использовании имеющихся нормативов эффективности тех или иных операций с ценными бумагами, нормативных значений фондовых индексов;
- ♦ *экспертный* — применяется при сложности учета операций с ценными бумагами, когда для определения фактического состава этих операций необходима специальная экспертиза;
- ♦ *фактической проверки* — аудитор непосредственно проверяет наличие ценных бумаг, отчеты о движении ценных бумаг, бухгалтерскую отчетность по операциям с ценными бумагами, делает официальные запросы с целью подтверждения фактов совершения отдельных операций, опрашивает акционеров, номинальных держателей акций, облигационеров. При этом осуществляется формальная проверка документов на правильность заполнения и оформления, подлинность подписей, наличие печатей, а также арифметическая проверка и проверка документов по существу, т.е. проверка законности операции и ее точности отражения в учете.

### **17.5. Основные направления аудита операций с ценными бумагами акционерного общества**

Аудит операций с ценными бумагами акционерного общества может осуществляться по нескольким направлениям.

1. *Аудит учредительных документов.* Аудитор обязан проверить в протоколе учредительного собрания и уставе акционерного общества:

- тип акционерного общества (открытое или закрытое), так как от этого зависит правомерность операций по купле, продаже, выкупу ценных бумаг, форме подписки и т.д.;
- количество, тип, категории и номинальную стоимость объявленных, размещенных и дополнительных ценных бумаг;
- порядок и условия выпуска, размещения и конвертации ценных бумаг;
- полномочия совета директоров (наблюдательного совета) по совершению операций с ценными бумагами;

- порядок выплаты дивидендов по акциям, процентов по облигациям;
- порядок и условия оплаты ценных бумаг акционерного общества;
- права и полномочия владельцев определенных видов, категорий ценных бумаг;
- содержание внутреннего аудита, задачи ревизора (ревизионной комиссии).

Далее, аудитор обязан обратить внимание на соблюдение конкретных положений учредительных документов в практике акционерного общества.

2. *Аудит расчетов с акционерами-учредителями.* Следует обратить внимание на следующие моменты:

- ♦ соблюдение сроков оплаты уставного капитала;
- ♦ своевременность и полноту оплаты ценных бумаг;
- ♦ законность и обоснованность оценки оплаты ценных бумаг в неденежной форме (имуществом, нематериальными активами, интеллектуальной собственностью);
- ♦ правильность оформления документов по взносам в уставный капитал, квитанций, актов приемки имущества, нематериальных активов, интеллектуальной собственности;
- ♦ правильность расчетов при реорганизации и ликвидации предприятия;
- ♦ полноту и правильность бухгалтерского учета расчетов с учредителями.

3. *Аудит оценки ценных бумаг.* Проверяются следующие позиции:

- по какой стоимости реализуются ценные бумаги;
- как отражается разница между рыночной и номинальной стоимостью ценной бумаги в бухгалтерском учете;
- как оценивается рыночная стоимость ценных бумаг при крупных сделках;
- производится ли переоценка балансовой стоимости ценных бумаг;
- как оцениваются акции при выкупе их по требованию акционеров;
- кто производит оценку ценных бумаг, имеет ли это лицо необходимые подтвержденные полномочия;
- имеются ли протоколы аукционов, проведения инвестиционных конкурсов, установления договорной цены, передачи ценных бумаг в доверительное (трастовое) управление;
- по какой стоимости выкуплены на баланс общества ценные бумаги и как это отражено в учете.

4. *Аудит движения ценных бумаг.* Аудитор обязан проверить:

- ♦ оформление движения ценных бумаг;

- ♦ соблюдение сроков и обоснованность записей в реестре акционеров;
- ♦ ведение журнала выдачи выписок из реестра акционеров;
- ♦ ведение бухгалтерского учета движения ценных бумаг;
- ♦ соблюдение порядка расчетов при движении ценных бумаг;
- ♦ отражение в учете движения ценных бумаг при реорганизации акционерного общества в форме слияния, присоединения, разделения, выделения и преобразования.

5. *Аудит начисления и выплаты дивидендов по акциям и процентов по облигациям.* В обязательном порядке проверяются:

- процедура выплаты дивидендов по акциям и процентов по облигациям и соответствие фактического порядка утвержденному положению;
  - очередность и сроки выплаты дивидендов владельцам конкретных типов и категорий ценных бумаг;
  - сроки выплаты процентов по видам облигаций;
  - соответствие размера дивиденда его утвержденной величине (твердая денежная сумма или процент от номинальной стоимости акции);
    - порядок выплаты дивидендов, процентов в денежной форме, наличие ведомостей получения имущества, товаров и услуг, протоколов решений о такой выплате;
    - источники выплаты дивидендов и процентов;
    - правильность составления списка лиц, имеющих право на получение квартальных, полугодовых и годовых дивидендов;
    - законность решений о выплате промежуточных и годовых дивидендов по определенным типам акций;
    - соблюдение установленных законодательством ограничений на выплату дивидендов;
    - правильность и правомерность начисления и выплаты дивидендов и процентов;
    - правильность и правомерность начисления и выплаты дивидендов и процентов по конвертируемым ценным бумагам;
    - точность начисления и выплаты дивидендов и процентов;
    - правильность выплаты начисленных, но невыплаченных процентов и дивидендов при ликвидации общества.

6. *Аудит налогообложения операций с ценными бумагами.* Аудитор прежде всего должен обратить внимание:

- ♦ на соблюдение требований Федерального закона “О внесении изменений в Закон РСФСР “О налоге на операции с ценными бумагами” от 18 октября 1995 г.;
- ♦ правильность исчисления налогооблагаемой базы;
- ♦ правильность применения ставки налога на операции с ценными бумагами;



- ♦ правильность расчета налога;
- ♦ соблюдение сроков уплаты налога;
- ♦ действия, позволяющие уклониться от уплаты налога;
- ♦ правильность составления справки об уплате налога;
- ♦ правильность определения источника уплаты налога.

7. *Аудит конвертации ценных бумаг.* Это одно из наиболее сложных направлений аудита ценных бумаг из-за слабой проработанности законодательной базы конвертации ценных бумаг и недостаточной практики осуществления таких операций. Аудитор при проверке обращает внимание на такие моменты, как:

- наличие утвержденного положения о порядке и условиях конвертации ценных бумаг;
- соблюдение положения, порядка и условий конвертации на практике;
- учет движения стоимости ценных бумаг при их конвертации;
- учет доплат, выплат разницы в стоимости конвертируемых ценных бумаг;
- обоснованность определения цены размещения ценных бумаг, конвертируемых в акции;
- правильность оплаты труда посредника при конвертации ценных бумаг;
- обоснованность уменьшения рыночной стоимости обыкновенных акций при размещении среди акционеров ценных бумаг, конвертируемых в обыкновенные акции;
- законность способов размещения акций и ценных бумаг общества, конвертируемых в акции;
- обеспечение прав акционеров при размещении акций и ценных бумаг общества, конвертируемых в акции;
- отражение в учете всех операций с конвертацией.

8. *Аудит наследования и дарения ценных бумаг.* В этом случае проверяется:

- ♦ наличие документов (завещание или нотариальное заключение, договор дарения);
- ♦ законность наследования и дарения;
- ♦ соблюдение сроков вступления наследников в свои права;
- ♦ наличие соответствующего решения общего собрания акционеров или совета директоров;
- ♦ отражение в учете передачи права собственности наследникам или получателям даров, соответствующее изменение в реестре.

9. *Аудит купли-продажи ценных бумаг.* Аудитор проверяет:

- наличие договора купли-продажи;
- правомерность заключения договора купли-продажи;
- наличие в договоре цены, ее обоснование;

- внесение в реестр акционеров акционера-покупателя и исключение из реестра акционера-продавца;
- правильность оформления сделки купли-продажи при аукционных торгах.

10. *Аудит хранения ценных бумаг.* Порядок хранения ценных бумаг аналогичен хранению денежных документов. Аудитор проверяет:

- ♦ организацию учета хранящихся ценных бумаг;
- ♦ фактическое хранение ценных бумаг;
- ♦ наличие приходных документов на хранение ценных бумаг;
- ♦ основания на хранение ценных бумаг;
- ♦ регистрацию хранящихся ценных бумаг в бухгалтерском учете.

11. *Аудит трастовых и залоговых операций.* Эти операции являются относительно новыми на вторичном рынке ценных бумаг, поэтому аудитор должен обратить на них особое внимание. Следует проверить:

- соответствие содержания траста и залога ценных бумаг действующему законодательству, в частности Гражданскому кодексу РФ;
- соответствие процедуры передачи ценных бумаг в траст или залог решениям общего собрания акционеров или решениям совета директоров:

- отражение этих операций в учете;
- наличие и соблюдение условий договора о трасте или залоге;
- эффективность траста или залога ценных бумаг для акционерного общества;

- степень финансового риска траста или залога ценных бумаг;
- закономерность залога ценных бумаг при ломбардном кредите;
- соответствие доверительного управляющего своим служебным обязанностям;

- наличие страхового договора финансового риска на операции по трасту, залогу и ломбардному кредиту.

При проведении проверки правильности отражения в бухгалтерском учете операций с ценными бумагами особое внимание аудитор обращает на счета и другие документы, на которых отражаются результаты этих операций.

## Контрольные вопросы

1. Кто осуществляет контроль за ведением бухгалтерского учета операций с ценными бумагами?
2. Какие основные правила должны соблюдаться при ведении бухгалтерского учета операций с ценными бумагами?
3. Каковы особенности бухгалтерского учета и налогообложения векселей?
4. В чем специфика бухгалтерского учета и налогообложения операций с фьючерсами и опционами?
5. Чем отличается бухгалтерский учет и налогообложение первичной и вторичной эмиссии акций?
6. В чем отличие налогообложения операций с акциями и облигациями?
7. Как учитывается в бухгалтерском учете изменение курсовой стоимости облигаций государственного внутреннего валютного займа?

## Проверочные задания

1. Оставьте нужное.

*Налог на операции с ценными бумагами взимается в размере:*

- а) 8,3% от номинальной суммы выпуска;
- б) 0,1% от номинальной суммы выпуска;
- в) 0,8% от номинальной суммы выпуска.

2. Дайте определение следующим понятиям:

- а) эмиссионный доход;
- б) аудит ценной бумаги;
- в) переоценка акций.

3. Вычеркните лишнее.

*Номинальная стоимость приобретенных предприятием ценных бумаг учитывается по дебету счетов 01, 04, 56, 58, 80.*

## Тема 18

# ПРОГНОЗИРОВАНИЕ РАЗВИТИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

---

### План занятия:

1. Основы прогнозирования развития фондового рынка.
2. Виды прогнозов.
3. Методика прогнозирования.

### 18.1. Основы прогнозирования развития фондового рынка

*Прогнозирование* — это научно обоснованные суждения о возможном состоянии и будущем развитии того или иного объекта или отдельных его элементов, а также об альтернативных путях, методах, сроках достижения определенного состояния этого объекта. *Прогнозирование фондового рынка* как процесс обычно связано с анализом состояния и оценкой перспектив развития этого рынка. Принципами прогнозирования являются: 1) системный подход; 2) научная обоснованность; 3) альтернативность или вариантность; 4) выделение генеральной цели, ведущего звена; 5) отражение объективных закономерностей; 6) достоверность. К функциям прогнозирования относятся:

- научный анализ, который включает ретроспекцию (историю развития объекта, идеи или события), диагноз (систематическое описание объекта, идеи или события), проспекцию (разработка прогноза и оценка его достоверности, точности и обоснованности);
- оценка сложившейся ситуации и выявление узловых проблем социально-экономического развития;
- установление причинно-следственных связей, их повторяемости в определенных условиях и учет неопределенности;
- мониторинг мирового опыта;
- оценка действия определенных тенденций и закономерностей в будущем;
- предвидение, т.е. опережающее отображение действительности, основанное на познании действия экономических законов и теорий (с учетом новых социально-экономических ситуаций и проблем развития рынка ценных бумаг) в форме гипотез и предположений;
- разработка концепций развития рынка ценных бумаг.

Целью прогнозирования рынка ценных бумаг является исследование вариантов развития и определение возможных перспектив с учетом факторов объективного и субъективного характера. Задачи прогнозирования развития рынка ценных бумаг следующие:

- ♦ определить будущее рынка ценных бумаг на основе научного анализа;
- ♦ выявить главные направления развития рынка ценных бумаг с позиций научного предвидения;
- ♦ учесть различные факторы и обосновать конкретные способы их регулирования.

Научной основой прогнозирования развития рынка ценных бумаг являются: экономическая теория динамики, ретроспективный, статистический, системный анализ, теория экономико-математического, факторного и логического моделирования, программно-целевой подход. Методологической основой прогнозирования фондового рынка выступают генетический и нормативно-целевой подходы. *Генетический*, или *дескриптивный*, подход состоит в том, чтобы проследить возможные направления и этапы будущего развития рынка ценных бумаг, опираясь на оценку исходного уровня настоящего состояния и выявленные закономерности развития. *Нормативно-целевой подход* исходит из определения результата (цели), который должен быть достигнут в будущем. Он показывает возможные пути и сроки достижения заданного, желаемого состояния прогнозируемого объекта.

## 18.2. Виды прогнозов

Основные виды прогнозов развития рынка ценных бумаг классифицируются по следующим критериям:

- по масштабу прогнозирования — мировой, национальный и региональный;
- по характеру прогнозируемых процессов — развития фондовых операций, поведения отдельных участников рынка ценных бумаг и операций с отдельными видами ценных бумаг;
- по функциональному признаку — поисковый (основан на условном продолжении в будущее тенденций развития в прошлом и настоящем) и нормативный (разрабатывается на базе заранее определенных целей, т.е. от заданного состояния в будущем к существующим тенденциям его изменения в свете определенной цели);
- по способам представления результатов — точечный (предполагает единственное сочетание показателей) и интервальный (предполагает набор показателей в заданных интервалах);
- по степени пространственной и временной согласованности результатов прогнозов — одномерный (по отдельным объектам без

последующего согласования результатов), многомерный (по отдельным объектам с последующим согласованием результатов), перекрестный (с установлением причинно-следственных связей и зависимостей и имитацией возможного взаимодействия) и сквозной (с имитацией поведения совокупности объектов);

- по срокам — краткосрочный, или текущий (на срок менее одного года), среднесрочный (на срок 1—3 года) и долгосрочный (на срок более 3 лет). Для построения краткосрочного, или текущего, прогноза применяется технический анализ (см. тему 7). Для разработки среднесрочного и долгосрочного прогнозов эффективен фундаментальный анализ;

- по содержанию — конъюнктурный и исследовательский.

Цель *конъюнктурного прогноза* — определение возможностей проведения фондовых операций, прежде всего покупки и продажи по наиболее выгодным ценам. Конъюнктурный прогноз позволяет определить варианты рациональных инвестиций. Различают статический и динамический подход к прогнозированию конъюнктуры. Статический подход подразумевает рассмотрение экономических явлений, по существу, без их изменения во времени, а динамический — в процессе их изменения во времени. Горизонт конъюнктурного прогноза обычно мал, так как ситуация на рынке ценных бумаг меняется очень быстро.

Основными направлениями конъюнктурного прогноза являются: 1) графическое моделирование, которое позволяет графически определить возможные направления развития фондового рынка; 2) логическое моделирование; 3) машинная компьютерная имитация. К основным этапам разработки конъюнктурного прогноза относятся:

- ♦ изучение тенденций и динамики развития рынка ценных бумаг;
- ♦ отслеживание колебаний спроса и предложения;
- ♦ установление основных причин колебаний;
- ♦ выявление факторов, оказывающих определяющее влияние на колебания;
- ♦ определение будущих тенденций развития.

Конъюнктурные прогнозы широко используются участниками биржевых торгов для планирования фондовых операций, выбора вариантов проведения торгов, отработки схем инвестирования в ценные бумаги. Научно обоснованные конъюнктурные прогнозы особенно эффективны в условиях стабильной экономики с четко прослеживаемыми тенденциями. В условиях неустойчивого рынка конъюнктурные прогнозы важны как инструмент вариантного регулирования эффективности фондовых операций на бирже.

Цель *исследовательского прогноза* — научная систематизация информации о состоянии объекта и закономерных причинно-следственных связях, определяющих его изменения в будущем.

### 18.3. Методика прогнозирования

Методика прогнозирования фондового рынка включает совокупность различных методов и приемов разработки прогнозов. Основными методами прогнозирования являются экспертные, логическое моделирование, экономико-математическое моделирование, статистические (экстраполяция и интерполяция, индексный), нормативный, фактографический и программно-целевой методы.

Экспертные методы прогнозирования достаточно широко применяются. *Метод Дельфи* (по названию древнегреческого города Дельфы, известного своими предсказателями) является самым распространенным методом экспертной оценки будущего. Суть этого метода состоит в организации систематического сбора мнений экспертов и их обобщения. Выработаны специальные математико-статистические приемы обработки различных оценок в сочетании со строгой процедурой обмена мнениями, обеспечивающей по возможности беспристрастность суждений. Ученые предложили способ, повышающий эффективность метода путем его комбинации с методами сетевого планирования.

Экспертами выступают высококвалифицированные специалисты или коллективы профессиональных аналитиков, известных консалтинговых компаний и агентств. Эксперты в процессе прогнозирования развития рынка ценных бумаг опираются на так называемые методы тренда и методы анализа причинных связей. На *методах тренда* построен пассивный прогноз, который основан на изучении тенденций рынка ценных бумаг. Подробно тренды изучаются в техническом анализе (см. тему 7). На *методах анализа причинных связей*, лежащих в основе фундаментального анализа, базируется целевой, или условный, прогноз.

Операции с ценными бумагами предполагают глубокое знание соответствующих рынков, умение анализировать их тенденции и прогнозировать ситуацию в будущем. Все участники рынка ценных бумаг планируют свои операции только после тщательного анализа. Например, при прогнозе цен большую роль имеет денежно-кредитная политика правительства. Экономические отчеты, обзоры, содержащие официальные данные, являются для эксперта источником информации при прогнозировании цен.

Статистические методы прогнозирования развития рынка ценных бумаг основаны на построении фондовых индексов, расчете показателей дисперсии, вариации, ковариации, экстраполяции и интерполяции. *Фондовые индексы* являются самыми популярными во всем мире обобщающими показателями состояния рынка ценных бумаг. Индексы Доу—Джонса и “Стандарт энд Пул” в США, индекс “Рейтер” в Великобритании, индекс “Франкфуртер альге-

маине цайтунг” в ФРГ, индекс “Интерфакс-РТС” и АК&М в России и другие являются основными индикаторами, по которым можно судить об общем состоянии рынка ценных бумаг и экономики страны в целом. По фондовым индексам можно проанализировать изменение положения дел в отдельных сегментах рынка ценных бумаг, на региональных и отраслевых фондовых рынках, у отдельных эмитентов. Фондовые индексы показывают изменение соотношения между текущим и предыдущим базисным состоянием развития анализируемой части рынка ценных бумаг. Показатели *дисперсии* позволяют судить об абсолютной колеблемости, а показатели *вариации* и *ковариации* — об относительной колеблемости инвестиционного риска на рынке ценных бумаг. Показатели *дисперсии* позволяют судить об абсолютной колеблемости, а показатели *вариации* и *ковариации* — об относительной колеблемости инвестиционного риска на рынке ценных бумаг.

Методы логического моделирования используются преимущественно для качественного описания развития прогнозируемого объекта. Они основаны на выявлении общих закономерностей развития рынка ценных бумаг и выделении наиболее важных долгосрочных проблем перспективного развития, определении главных путей и последовательности решения данных проблем. Логическое моделирование включает: 1) разработку сценариев, содержащих описание последовательности, условий решений, взаимосвязи и значимости событий; 2) метод прогнозирования по образцу (корпоративный метод); 3) метод аналогий. Логическое моделирование на перспективу должно учитывать степень детализации показателей и целей и основываться на комплексном, системном подходе.

Экономико-математическое моделирование базируется на построении различных моделей. Экономико-математическая модель — это определенная схема развития рынка ценных бумаг при заданных условиях и обстоятельствах. При прогнозировании используют различные модели (однопродуктовые и многопродуктовые, статистические и динамические, натурально-стоимостные, микро- и макроэкономические, линейные и нелинейные, глобальные и локальные, отраслевые и территориальные, дескриптивные и оптимизационные). Наибольшее значение в прогнозировании имеют *оптимизационные модели* (модели экстремума). Оптимизационные (или оптимальные) модели представляют собой систему уравнений, которая кроме ограничений (условий) включает также особого рода уравнение, называемое функционалом, или критерием оптимальности. С помощью такого критерия находят решение, наилучшее по какому-либо показателю.

Прогнозирование рынка ценных бумаг с помощью *трендовых моделей* основано на разложении показателей, представленных вре-



менным рядом на три компоненты: тренд, годовая (волновая) и остаточная. Тренд рассматривается здесь как непрерывная функция от времени, годовая компонента является дискретной функцией от времени, которая накладывается на тренд, остаточная компонента по гипотезе является случайным стационарным процессом. Решение задачи прогнозирования рынка ценных бумаг можно подразделить на следующие основные этапы: анализ временных рядов рынка ценных бумаг, выбор соответствующих методов и формулирование предпосылок для выделения функции тренда, прогнозирование трендов, анализ остаточной компоненты. Из-за разнообразия методов прогнозирования временных рядов, трендовых моделей (аддитивных, мультипликативных, смешанных), критериев выбора оптимальных показателей возникает необходимость комбинации прогнозов, учитывающих специфику различных методов прогнозирования.

Существуют по крайней мере две группы факторов, влияющих на качество прогнозов: 1) связанные с подготовкой, обработкой и анализом информации; 2) связанные с качеством построения модели, ее соответствием прогнозируемому процессу. Кроме того, при прогнозировании необходимо учитывать ошибки исходных данных, модели прогноза, согласования, стратегии, которые заключаются в расхождении данных прогноза и фактических данных. Ошибки исходных данных связаны главным образом с неточностью измерений, некорректностью выборки, недостоверностью показателей. Ошибки модели возникают из-за неправильного подбора целевой функции и системы ограничений, из-за низкого качества экспертизы. Ошибки согласования вызваны несопоставимостью методик расчета отдельных показателей в разных отраслях и регионах. Ошибки стратегии предопределены неправильным выбором концепции прогноза.

Экспериментальным методом прогнозирования является *машинная имитация*, или имитация на ЭВМ. Машинная имитация предполагает построение модели изучаемого объекта, системы, события, которая затем преобразуется в программу ЭВМ. В ЭВМ вводят необходимые данные и анализируют их в динамике (статистический анализ), под влиянием ряда факторов (факторный анализ), во взаимодействии с другими данными (системный анализ), в определенных условиях экстремума (оптимизационный анализ). Машинная имитация применяется при прогнозировании сложных процессов, систем и объектов, на предварительном этапе преобразования и эксперимента, при разработке среднесрочных и долгосрочных прогнозов. Статистическая имитация позволяет определить относительное значение отдельных факторов, условий ввода новых параметров, влияющих на конечный результат. Машинная имитация может быть организована в форме игры.

**Фактографический метод** прогнозирования основан на тщательном изучении публикуемых, сообщаемых в средствах массовой информации фактов, их сопоставлении и анализе.

**Программно-целевой метод** широко использовался в России в 1990-е годы в процессе приватизации и акционирования предприятий. Данный метод основан на разработке конкретных программ под определенную цель, например программ приватизации.

Процесс построения прогнозов делится на две части: 1) определение специфики прогнозов, их целей и вариантов использования; 2) выбор метода прогнозирования и математического аппарата его информационного обеспечения. Возможности использования конкретного метода прогнозирования зависят не только от уровня профессиональной подготовленности специалистов, но и от достоверности, полноты используемой информации.

### **Контрольные вопросы**

1. Каковы цели прогнозирования развития рынка ценных бумаг?
2. Какие организации занимаются прогнозированием фондового рынка?
3. Назовите основные виды прогнозов развития рынка ценных бумаг.
4. Можно ли считать “Государственную программу приватизации государственных и муниципальных предприятий в Российской Федерации” нормативным прогнозом?
5. Как оценить эффективность прогнозирования рынка ценных бумаг?
6. Назовите основные этапы прогнозирования развития фондового рынка.
7. Какие существуют различия в прогнозировании рынка ценных бумаг в России и за рубежом?

### **Проверочные задания**

1. Вставьте нужное слово.  
*Различные виды ценных бумаг являются... прогнозирования развития рынка ценных бумаг. (Слова для вставки: основа, субъекты, объекты.)*
2. Закончите предложение.  
*Мониторинг рынка ценных бумаг является...*
3. К какому понятию относятся нижеприведенные определения.  
*Нормативный, фактографический, программно-целевой, аналитический, статистический, экспертных оценок.*

# СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

---

1. *Агарков М.М.* Учение о ценных бумагах. — М.: БЕК, 1994.
2. *Алексеев М.И.* Рынок ценных бумаг. — М.: Финансы и статистика, 1992.
3. *Алехин Б.И.* Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. — Самара: СамВен, 1992.
4. *Афоница С.Н.* Рынок ценных бумаг. — М.: Аудитор, 1997.
5. *Белов В.А.* Практика вексельного права. — М.: ЮнИнфор, 1998.
6. *Белолипецкий В.Г.* Финансы фирмы. — М.: ИНФРА-М, 1998.
7. *Бергер Ф.* Что вам надо знать об анализе акций/Пер. с нем. — М.: Интерэксперт—Финстатинформ, 1998. — 206 с.
8. *Бердникова Т.Б.* Акционерное общество на рынке ценных бумаг. — М.: Финстатинформ, 1997.
9. Бизнес на рынке ценных бумаг. Российский вариант: Справочно-практическое пособие. — М.: Граникор, 1992. — 510 с.
10. Биржевой портфель/Под ред. Ю.Б.Рубина — М.: Соминтек, 1993.
11. *Брейли Р., Майерс С.* Оценка корпоративных финансов. — М.: Олимп-бизнес, 1997. — 1120 с.
12. *Буренин А.Н.* Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учеб. пособие. — М.: Федеративная книготорговая компания, 1998. — 352 с.
13. *Бычков А.П.* Мировой рынок ценных бумаг: институты, инструменты, инфраструктура. — М.: Диалог-МГУ, 1998. — 164 с.
14. *Генкин А.С.* Эффективный траст. Опыт Западной Европы и российской практики. — М.: Альпина, 1999. — 220 с.
15. *Гиляровская Л.Г., Ендовицкий Д.А.* Финансово-инвестиционный анализ и аудит коммерческих организаций. — Воронеж: Изд-во Воронежского госуниверситета, 1997.
16. *Голубович А.Д.* Траст. — М.: Русская деловая литература, 1994.
17. *Дегтярева О.И., Кандинская О.А.* Биржевое дело. — М.: ЮНИТИ, 1997. — 503 с.
18. *Едророва В.Н., Мизиковский Е.А.* Учет и анализ финансовых активов. — М.: Финансы и статистика, 1995, с. 43—45.
19. *Жуков Е.Ф.* Трастовые и факторинговые операции. — М.: Консалтбанкир, 1995.
20. *Золотогоров В.Г.* Инвестиционное проектирование. — Минск: Экоперспектива, 1998, с. 164—166.

21. *Индрисов А.Б., Картышев С.В., Постников А.В.* Стратегическое планирование и анализ эффективности инвестиций. — М.: Филинь, 1997.
22. *Каменева Н.Г.* Организация биржевой торговли: Учебник для вузов. — М.: Банки и биржи. ЮНИТИ, 1998. — 303 с.
23. *Ковалев А.П.* Диагностика банкротства. — М.: Финстатинформ, 1995.
24. *Ковалев В.В.* Финансовый анализ. — М.: Финансы и статистика, 1997.
25. *Ковалев В.В.* Анализ финансового состояния и прогнозирование банкротства. — СПб.: АудитАжур, 1994.
26. *Крайнева Э.А.* Бухгалтерский учет операций с ценными бумагами. — М.: ИНФРА-М, 1994.
27. *Кураков В.Л.* Правовое регулирование рынка ценных бумаг Российской Федерации. — М.: Пресс-сервис, 1998.
28. Курс экономики/Под ред. Б.А.Райзберга. — М.: ИНФРА-М, 1997, с. 18—21.
29. *Ливингстон Г.Д.* Анализ рисков операций с облигациями на рынке ценных бумаг. — М.: Филинь, 1998.
30. *Литвиненко Л.Т., Нишатов Н.П., Удалищев Д.П.* Рынок государственных облигаций: Учеб. пособие/Под ред. Е.Ф.Жукова. — М.: Финстатинформ, 1997. — 108 с.
31. *Ляшенко В.И.* Фондовые индексы и рейтинги. — Донецк: Сталкер, 1998. — 320 с.
32. *Миркин Я.М.* Ценные бумаги и фондовый рынок. — М.: Перспектива, 1995.
33. *Миттл Дж., Роудс Л.* Как пройти на Уолл-стрит. — М.: Олимп-Бизнес, 1998. — 368 с.
34. Настольная книга финансиста/Под ред. В.Г.Панскова. — М.: Международный центр финансово-экономического развития, 1995, с. 146—160.
35. *Павлова Л.Н.* Корпоративные ценные бумаги. Эмиссия и операции предприятий и банков. — М.: Бухгалтерский бюллетень, 1998. — 528 с.
36. *Первозванский А.А., Первозванская Т.Н.* Финансовый рынок: расчет и риск. — М.: ИНФРА-М, 1994.
37. Региональный рынок ценных бумаг: проблемы, особенности, перспективы: Учебно-практическое пособие/Под ред. Т.Б.Бердниковой. — М.: Финстатинформ, 1996.
38. *Рубцов Б.В.* Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. — М.: ИНФРА-М, 1996. — 304 с.
39. Рынок ценных бумаг/Под ред. В.А.Галанова и А.И.Басова. — М.: Финансы и статистика, 1996.

40. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты/Под ред. В.С.Торкановского. — СПб., 1994.
41. Рынок ценных бумаг: шаг России в информационное общество/Под ред. Н.Т.Клещева. — М.: Экономика, 1997. — 559 с.
42. *Рябова Р.И.* Бухгалтерский учет и налогообложение операций с ценными бумагами. — М.: Библиотека журнала “Налоговый вестник”, 1998. — 240 с.
43. *Сажин А.Ф., Смирнова Е.Е.* Институты рынка: Экономический справочник. — М.: БЕК, 1998. — 310 с.
44. *Семенкова Е.В.* Операции с ценными бумагами: российская практика: Учебник. — М.: Перспектива—ИНФРА-М, 1997. — 328 с.
45. *Тюрин В.Ю.* Американские и глобальные денежные расписки. Теория и практика. — М.: Диалог—МГУ, 1998. — 198 с.
46. Управление государственной собственностью: Учебник/Под ред. В.И.Кошкина и В.М.Шупыро. — М.: ИНФРА-М, 1997. — 496 с.
47. *Фельдман А.А.* Бухгалтерский учет на фондовом рынке. — М.: ИНФРА-М, 1994.
48. Фондовые рынки США и России. Становление и регулирование. — М.: Экономика, 1998. — 222 с.
49. Фондовый портфель/Отв. ред. Ю.Б.Рубин и В.И.Солдаткин. — М.: Соминтек, 1992.
50. Ценные бумаги: Учебник/Под ред. В.И.Колесникова. — М.: 1998.
51. Ценные бумаги в России и работа с ними/Под ред. А.А.Козлова. — М., 1994, с. 22—28.
52. Ценные бумаги и фондовые рынки: Учебник / Под ред. Е.Ф.Жукова. — М.: Бизнес и биржи. ЮНИТИ, 1995.
53. *Черкова Е.В.* Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределенности. — М.: Олимп-Бизнес. Тройка-диалог, 1999. — 288 с.
54. *Чернов В.А.* Анализ коммерческого риска/Под ред. М.И.Баканова. — М.: Финансы и статистика, 1998. — 128 с.
55. *Эрлих А.* Технический анализ товарных и финансовых рынков: Прикладное пособие. — М.: ИНФРА-М, 1996.
56. *Афанасьев В.В.* Коммерческие банки на фондовом рынке. — ЭКО, 1995, № 2, с. 17—20.
57. В ожидании роста котировок. — Эксперт, 1998, № 20, с. 74.
58. *Гудков Ф.А.* Конструирование залоговых отношений с помощью складских свидетельств. — Финансовая Россия, 1998, № 48.
59. Итоги ушедшего года. — Эксперт, 1997, № 1, с. 3.
60. *Кафиев Ю., Сидоров В.* Время частных инвесторов пришло. — Рынок ценных бумаг, 1998, № 6, с. 110.
61. Клиническая смерть рынка “голубых фишек”. — Эксперт, 1998, № 34, с. 68.

62. Котировки “голубых фишек” замерли. — Эксперт, 1998, № 48, с. 68.
63. *Майоров И.* Параметры муниципальных облигаций: предпочтение инвесторов. — Рынок ценных бумаг, 1998, № 15, с. 27.
64. Обвал рынка продолжается. — Эксперт, 1998, № 31, с. 76.
65. *Огуреев Д.* Анализ ложных сигналов. — Рынок ценных бумаг, 1998, № 15, с. 35—36.
66. О новации по государственным ценным бумагам. — Российская газета, 1998, 19 декабря.
67. очередной обвал рынка никто не заметил. — Эксперт, 1998, № 36, с. 68.
68. *Проклов А.* Российские акции: итоги года. — Экономика и жизнь, 1998, № 51.
69. *Радченко С.* Конвертируемые облигации как средство привлечения капитала. — Рынок ценных бумаг, 1998, № 2, с. 42.
70. Реструктуризация как повод игры на повышение. — Эксперт, 1998, № 45, с. 60.
71. Рост неизбежен. — Эксперт, 1997, № 4, с. 62.
72. Рынок стагнирует. — Эксперт, 1998, № 3, с. 70.
73. *Сизов Ю.* Региональные подходы к развитию рынка. — Рынок ценных бумаг, 1998, № 21, с. 8.
74. *Третьяков В., Куц А.* Источники финансирования — из чего выбирать. — Рынок ценных бумаг, 1998, № 19, с. 14.
75. *Шадрин А.* Перспективы трансформации российского финансового рынка. — Рынок ценных бумаг, 1998, № 1, с. 34.

**Татьяна Борисовна Бердникова**

**РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ  
И БИРЖЕВОЕ ДЕЛО**

**Учебное пособие**

Редактор С.М. Рыловский  
Корректор М.В. Литвинова  
Компьютерная верстка С.М. Чернышев  
Оформление серии Е.А. Доний

ЛР № 070824 от 21.01.93

Сдано в набор 10.01.2000. Подписано в печать 02.02.2000.  
Формат 60x88/16. Бумага типографская № 2.  
Гарнитура «TimesET». Печать офсетная.  
Усл. печ. л. 16,66. Уч.-изд. л. 16,9.  
Доп. тираж 5 000 экз. Цена договорная.  
Заказ № 6269.

Издательский Дом «ИНФРА-М»  
127214, Москва, Дмитровское ш , 107  
Тел.: (095) 485-71-77  
Факс: (095) 485-53-18. Робофакс: (095) 485-54-44  
E-mail: books@infra-m.ru  
<http://www.infra-m.ru>

Отпечатано в полном соответствии с качеством  
предоставленных диапозитивов в Тульской типографии.  
300600, г. Тула, пр. Ленина, 109.