

1.1. Понятие и виды ценных бумаг

Среди многочисленных финансовых инструментов особое место принадлежит ценным бумагам. Существует несколько определений ценных бумаг. С экономической точки зрения ценные бумаги - **права на ресурсы, обособившиеся от своей основы и даже имеющие собственную материальную форму (например, в виде бумажного сертификата или записи на счетах)**². При этом не всякие права на ресурсы могут быть отнесены к ценным бумагам (В самом деле, ведь не являются ценными бумагами контракты на куплю-продажу дома, поставку товара, договора аренды оборудования и т.п.), а только те, которые обладают определенными характеристиками:

Вставка
Составные части финансового рынка в расширительной трактовке

	Показатели		Основные источники информации о рынке
Валютный рынок	Оборот Более 800 трлн.долл. (2007 г.)		Bank for International Settlements (BIS)
Рынок драгоценных металлов	Оборот 23 трлн.долл. (2008 г.)		IFSL
Кредитный рынок	Внутренний кредит 55 трлн.дол (2006)	Капитал банков, активы, депозиты	IMF The Banker The Euromoney
РЦБ и ПФИ			
Рынок акций	Оборот 61 трлн. дол (2007) 33 (2008)	Капитализация 64 трлн.(2007) 33 (2008)	World Federation of Exchanges Standard & Poor's
Рынок долговых инструментов	Оборот более 300 трлн.	Объем в обращении 86 трлн. (2008)	BIS
Рынок производных	Оборот бирж 2289 трлн. (2007)	Стоимость открытых позиций 761 трлн (2008)	BIS
Страховой рынок (рынок страховых услуг)	Объем собранных премий 4,1 трлн. (2007)		Swiss Re OECD

¹ Б.Б.Рубцов © Материал опубликован в усеченном виде в учебнике "Финансы и кредит" Под ред.О.И.Лаврушина. М.: Кнорус, 2007

² Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995, с.66-67.

1. Во-первых, им свойственна обращаемость – т.е. способность свободно покупаться и продаваться.
2. Во-вторых, они должны быть доступны для гражданского оборота (т.е. не только покупаться и продаваться, но и быть объектом других гражданских отношений, включая все виды сделок - займа, дарения, хранения, комиссии, поручения и т.п.
3. В третьих, для них характерна стандартность, наличие обязательных реквизитов.
4. В четвертых, они должны признаваться государством в качестве ценных бумаг.
5. В пятых, эти инструменты обладают своим особым рынком, отличным от товарных рынков.
6. В шестых, эти инструменты обладают, в отличие от большинства других товаров, высокой ликвидностью, т.е. способностью быть быстро проданными с минимальными потерями для владельца.
7. В седьмых, они обладают таким качеством, как способность приносить доход (например, в форме процентов и дивидендов).

Марксистский подход к определению ценных бумаг: это особая форма существования капитала, наряду с его денежной, производительной и товарной формами. Синонимом выступает понятие **фиктивного капитала** (капитал, воплощенный в ценных бумагах).

С юридической точки зрения ценная бумага – вещь (ст.128 ГК РФ, ч.1), движимое имущество.. Согласно Кодексу «ценной бумагой является документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении» (ст.142 ГК РФ, ч.1).

Виды ценных бумаг

Мир ценных бумаг чрезвычайно разнообразен, в связи с чем актуальной задачей становится их классификация. Принципов классификации может быть несколько. Бумаги можно разделить на:

1) Долевые и долговые.

1.1) **Долевые бумаги** удостоверяют право собственности на определенную долю активов (акции, паи, приватизационные ценные бумаги).

1.2) **Долговые бумаги**, удостоверяют отношения займа (облигации, векселя, банковские сертификаты, банковские сберегательные книжки на предъявителя).

2) Первичные и производные.

2.1) **Первичными** являются акции, облигации и т. п.

2.2) **Производные** представляют собой права на первичные ценные бумаги или иные активы, например, *варранты (опционы эмитента), подписные права (райты), форвардные контракты, фьючерсы, биржевые опционы, свопы*. Многие производные ценные бумаги настолько специфичны (фьючерсы, биржевые опционы, свопы), что некоторые авторы не относят их вообще к ценным бумагам, предпочитая термин «производные финансовые инструменты»¹.

3) Бумаги именные, предъявительские и ордерные.

3.1) **Именной** бумагой является бумага, составленная на имя определенного лица,

3.2) **Ордерной** - приказу определенного лица

3.3) **Бумагой на предъявителя** - составленная на предъявителя бумага.

3.3.1) Лицо, *передающее право* по именной бумаге, несет ответственность за недействительность соответствующего требования, но не за его неисполнение.

3.3.2) Ордерные *передаются* путем **индоссамен** (т.е. передаточной надписи, учиненной на самом документе) и именные - путем уступки требования

¹ В данной работе эти термины «производные ценные бумаги», производные финансовые инструменты» или просто «производные» употребляются как синонимы. Еще их называют «деривативы» (от англ. derivatives).

- цессии. По ордерной ценной бумаге индоссант несет ответственность не только за существование права, но и за его осуществление. Ордерными бумагами являются векселя, чеки и некоторые товарораспорядительные документы (например, *коносаменты*). Остальные могут быть именными и предъявительскими¹.

3.3.3) Бумаги на предъявителя *переходят* путем простой передачи самого документа.

4) **Эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги.** Данное деление вытекает из российского Закона о рынке ценных бумаг 1996 г.

4.1) Под **эмиссионными ценными бумагами** понимаются *бумаги, выпускаемые сериями*: акции, облигации, варранты (опционы эмитента). Выпуск эмиссионных ценных бумаг требует государственной регистрации в соответствии с указанным законом.

4.2) **Неэмиссионные бумаги** – векселя, банковские сертификаты, чеки, некоторые производные (форварды, фьючерсы, биржевые опционы, свопы). *Они не подпадают под действие Закона о рынке ценных бумаг и их выпуск не требует государственной регистрации.*

5) **В форме бумажных документов и в виде записей по счетам.** В современных условиях большая часть ценных бумаг не имеет сертификатов (выпускается в бездокументарной форме). В России акции могут быть только бездокументарными. В то же время по российскому законодательству предъявительские ценные бумаги выпускаются только в документарной форме.

6) **По срокам:** краткосрочные, среднесрочные, долгосрочные, бессрочные (акции, но есть и облигации).

¹ В России акции могут быть только именными.

7) По видам эмитентов бумаги могут быть государственными и частными или корпоративными (отдельную группу формируют бумаги международных организаций); банковскими (сертификаты, чеки) и небанковскими.

Основной целью выпуска ценных бумаг является привлечение денежных средств компаниями (хозяйственными обществами) для пополнения основного и оборотного капитала и государством для покрытия бюджетного дефицита. Особые потребности (обеспечение товарооборота) обуславливает выпуск товарораспорядительных ценных бумаг (коносаменты, складские свидетельства). Производные финансовые инструменты вводятся в оборот с целью страхования ценовых рисков – *хеджирования*.

С точки зрения инвестора приобретение ценных бумаг – альтернативный способ размещения сбережений. Оценивая тот или иной способ помещения своих денег, инвестор рассматривает в первую очередь два параметра – доходность и надежность (риск). Эти параметры находятся в обратной зависимости друг с другом: чем выше надежность, тем ниже доходность. И наоборот.

Доходность определяется в расчете за год с помощью формул, основанных на простых (обычно по инструментам сроком менее 1 года) и сложных (более года) процентах. **Доходность или норма доходности – относительный показатель, характеризующий эффективность инвестиций (вложений).**

На финансовом рынке используются следующие понятия: **безрисковая норма доходности** (БР), **премия за риск** (ПР), **требуемая норма доходности** (ТНД).

1. За **безрисковую норму доходности** обычно принимают доходность по государственным облигациям или процентную ставку по срочному депозиту в крупном надежном банке (на развитых рынках разница между ними незначительна).
2. Остальные виды инвестиций более рискованны, но и более доходны. Инвестор оценивает для себя приемлемость соотношения

доходности и риска, определяя требуемую норму доходности вложений в тот или иной инструмент. Соответственно, $ТНД=БР+ПР$.¹

На рынке США за послевоенный период среднегодовая норма доходности на рынке акций крупных эмитентов («голубых фишек») составила примерно 12%, государственных долгосрочных облигаций – 5%, краткосрочных – 4%.

Характеристика основных видов ценных бумаг

Акции

Акция - ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации. Акции могут выпускаться только акционерными обществами (компаниями). Никакое иное общество или товарищество не имеет права выпускать акции.

Первые акционерные общества возникли в конце XVI – начале XVII века в Англии и Нидерландах². Первыми акционерными компаниями со свободно обращающимися (торгуемыми) акциями являлись голландская Объединенная Ост-Индская компания и английская Ост-Индская компания. Их акции стали торговаться в начале XVII века. В течение последующих 200 лет большая часть эмитентов акций была представлена торговыми компаниями. Лишь в XIX в. стали создаваться акционерные компании в других отраслях (транспорт, промышленность). В настоящее время во всех странах крупнейшими акционерными обществами являются промышленные компании, банки, компании в области телекоммуникаций.

Акция - бессрочная ценная бумага (как правило, поскольку общества обычно создаются без указания срока). В акционерных обществах действует принцип ограниченной ответственности. Инвестор не может потерять больше, чем он вложил в акцию.

¹ Подробнее о формулах, используемых для финансовых вычислений см. Четыркин Е.М. Финансовая математика / Учебник для вузов / М.: Дело, 2000

² В некоторых изданиях самой первой акционерной компанией называют английскую Московскую компанию (Muscovy Company), созданную в 1553 г. и получившую монополию от Ивана Грозного на торговлю с Московским государством.

Во всех странах права акционеров и, соответственно, вопросы, касающиеся акций и их видов, изложены в специальных законах о компаниях (обществах), которые появились еще в XIX в. В России таким нормативным документом является Закон «Об акционерных обществах» 1995 г.

В разных странах акции могут выпускаться как именные или предъявительские ценные бумаги. В России акции могут быть только именными. При этом **в России все акции могут быть только бездокументарными**. Нельзя получить на руки сертификат акции¹. Именная форма выпуска в данном случае означает, что эмитент ведет реестр акционеров, в котором записаны данные, позволяющие идентифицировать владельцев ценных бумаг. В соответствии с российским законодательством эмитент может сам вести реестр, однако, если число акционеров превышает 50, он обязан передать ведение реестра независимой специализированной организации (для которой данная деятельность является исключительной) – регистратору. Эта норма введена для того, чтобы не допустить злоупотреблений со стороны руководства акционерных обществ².

В России предусмотрены две формы акционерных обществ – открытые и закрытые. Отличие заключается в том, что первые могут проводить открытую подписку на свои акции (т.е. распространять их среди неограниченного круга инвесторов), вторые – нет. Число акционеров в закрытом акционерном обществе ограничено 50.

Общее количество акционерных обществ в России исчисляется сотнями тысяч. Из них открытых – примерно 50 тыс. При этом, однако, из этих 50 тыс. реально открытыми (чья акции можно свободно купить-продать на рынке) является немногим более 300.

Именно по акциям, которые имеют регулярную котировку на рынке, рассчитывается показатель **капитализации** – совокупной рыночной стоимости всех выпущенных акций.

Пример

¹ За рубежом в ряде стран действует такой же режим, но во многих сертификаты акций существуют. В России на руки можно получить выписку из реестра акционеров, которая не является ценной бумагой.

² В прошлом нередко «карманные» регистраторы компаний по указке своего руководства отказывались вносить в реестр покупателей или совершали иные действия, препятствующие инвесторам осуществить свои права.

Уставный капитал компании состоит из 100 млн. размещенных акций. Каждая стоит 1500 руб. Капитализация компании равна 150 млрд.руб.

Акция, как правило, имеет номинал¹. **В России у акций должен быть номинал.** Из суммы номиналов выпущенных (размещенных) акций складывается уставный капитал общества.

В России различаются **акции размещенные и объявленные.**

1. **Размещенные** акции **должны быть** определены уставом и из них, как отмечалось, состоит уставный капитал общества.

2. **Объявленные** акции **могут быть** определены уставом. На сумму объявленных акций можно проводить дополнительную эмиссию (т.е. увеличивать уставный капитал).

Минимальное количество выпускаемых акций - 1, максимальное не ограничено². Российское законодательство допускает наличие дробных акций. Их появление связано с различными корпоративными действиями, в частности дроблением, консолидацией или обменом акций.

Таблица 1

Количество национальных листинговых эмитентов акций

Страна	1985 г.	1990 г.	1995 г.	2000 г.	2005 г.	2006 г.	2008 г.
Австралия	1004	1089	1178	1330	1643	1751	1924
Великобритания	2116	1701	2078	1926	2757	2913	2415
Германия	472	413	678	744	648	656	742
Италия	147	220	250	291	275	284	294
Канада	912	1144	1196	4000	3719	3790	3755
США	8022	6599	7671	7281	5145	5134	5603
Франция	489	578	450	808	664	645	598
Швейцария	131	182	233	252	284	256	253
Япония (ТФБ+ОФБ)	1829	2071	2263	2561	2767	2857	2843
Бразилия	541	581	543	464	342	347	383
Индия	4344	6200	5398	5853	4763	4796	4921
Китай	—	—	323	1035	1377	1421	1604
Корея	342	669	721	702	1619	1689	1789
Мексика	157	199	185	173	150	132	125
Россия*	—	—	170	249	277	308	327
Турция	—	110	205	315	304	316	317
ЮАР	462	732	640	583	348	354	367

¹ В некоторых странах (в т.ч. в США) допускается выпуск акций без номинала.

² У крупных компаний количество выпущенных акций исчисляется сотнями миллионов или даже миллиардов (при малом номинале).

Весь мир	26669	29189	36572	44137	44999	45896	≈46300
-----------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	--------

*Эмитенты, чьи акции торгуются на биржах (без STB Board)

Источник: World Federation of Exchanges, S&P Emerging Markets Database, CBONDS, данные бирж

Двумя основными разновидностями акций являются **обыкновенные и привилегированные**.

1. **Обыкновенные акции** предоставляют право на получение части чистой прибыли в форме дивидендов, на участие в управлении (путем голосования на общем собрании акционеров) и на оставшуюся часть имущества общества в случае его ликвидации.

2. **Привилегированные акции** дают право на получение дивидендов в первую очередь (перед выплатой владельцам обыкновенных акций), на оставшуюся часть имущества в случае ликвидации общества (до владельцев обыкновенных акций), но при этом, как правило, не дают право на голосование (в России не дают, за исключением некоторых ситуаций, см. ниже). Количество привилегированных акций обычно ограничивается. В России по Закону «Об акционерных обществах» их может быть выпущено не более 25% уставного капитала.

Таблица 2

Капитализация мировых рынков акций (на конец года)

(млрд долл.)

Страна	1990 г.	1995 г.	2000 г.	2003 г.	2005 г.	2007 г.	2008 г.
Австралия	107	245	373	585	804	1298	693
Великобритания	849	1408	2577	2460	3058	3852	1868
Германия	355	577	1270	1079	1221	2105	1111
Испания	111	198	504	726	960	1800	948
Италия	149	210	768	615	798	1073	522
Канада	242	366	842	889	1482	2187	1033
США	3059	6858	15104	14266	17001	19923	11738
Франция	314	522	1447	1356	1713	2740	1490
Япония	2918	3667	3157	2953	4573	4331	3263
Бразилия	16	148	204	226	475	1370	592
Индия	39	127	143	279	553	1819	647
Индонезия	8	67	27	55	81	212	99
Казахстан	-	-	1	2	9	41	30
Китай	-	42	591	513	402	4479	1779
Корея	111	127	148	325	718	1123	471
Мексика	33	91	125	123	239	398	234
Польша	-	5	31	37	94	212	91
Россия	-	16	41	197	531	1334	346
Саудовская Аравия	-	41	68	157	646	519	247
Тайвань	101	187	248	379	476	664	357
Турция	19	21	70	68	162	287	118
Украина	-	-	2	5	29	106	44
ЮАР	137	281	204	261	549	828	483
Весь мир	9398	17782	32105	32206	42932	63865	33300

*Без учета компаний, торгуемых в STB Board

Составлено по: Emerging Stock Markets Factbook, IFC, Washington 1995-1998; Global Stock Markets Factbook 2005, S&P, N.Y., 2005; Emerging Stock Markets Review. December 2006, S&P, 2006; World Federation of Exchanges database (www.world-exchanges.org); FEAS Yearbook (www.feas.org); CBONDS, данные бирж.

Привилегированные акции могут быть кумулятивными (если это оговорено в уставе). По кумулятивным привилегированным акциям дивиденды, не выплаченные в одном году(ах), не пропадают, а накапливаются и должны быть выплачены позже.

По российскому законодательству допускается выпуск только одного класса обыкновенных акций. Это означает, что все обыкновенные акции в России имеют одинаковый номинал и одинаковые права¹. Привилегированных акций может быть несколько классов (например, с разным номиналом и ставкой дивиденда).

Выплата дивидендов

Дивиденды – часть чистой прибыли (прибыли после уплаты налогов), которая выплачивается акционерам. Выплата дивидендов не является обязательством акционерного общества. Предложение о величине дивидендов выносит на общее собрание совет директоров. Общее собрание утверждает эту величину, при этом оно не вправе ее увеличить (уменьшить может). Дивиденды могут выплачиваются раз в квартал, раз в полгода (промежуточные дивиденды), но окончательный дивиденд объявляется по итогам года.

В России акционерное общество не вправе выплачивать дивиденды до полной оплаты уставного капитала, если общество неплатежеспособно, либо может стать таковым при выплате дивидендов, если стоимость чистых активов общества меньше его уставного капитала и резервного фонда. Общество также не вправе объявлять дивиденд по обыкновенным акциям, если не выплачены дивиденды в полном объеме по привилегированным.

Дивиденд объявляется, как правило, в виде денежной суммы на одну акцию. По привилегированным акциям обычно устанавливается фиксированная ставка в виде процента от номинала или в денежных единицах на одну акцию.

В разные временные периоды и в разных странах **норма дивидендных выплат** (доля дивидендов в чистой прибыли) различна. В странах с развитыми рынками на дивиденды идет до 70% чистой прибыли акционерных обществ (см. рис.1). Зрелые компании, существующие уже долгое время, как правило, обязательно платят дивиденды, причем стараются все время их увеличивать. Молодые компании могут долгое время не платить дивиденды, направляя всю прибыль на расширение производства (накопление).

¹ За рубежом допускается выпуск обыкновенных акций разных классов (например, с одним голосом или многоголосых). В России государство имеет право выпуска т.наз. «золотой» акции, которая предоставляет право вето на общем собрании. В последнем случае речь идет только о компаниях с государственным участием.

В России в 1990-е годы акционерные общества почти не выплачивали дивиденды. В текущем десятилетии ситуация постепенно меняется в лучшую сторону. Некоторые компании специально вносят в свои уставы положения о том, что на дивиденды должно идти не меньше определенной доли чистой прибыли (например, 10% или 25%). Тем не менее, в целом российские публичные компании (чьи акции находятся в свободном обращении, т.е. немногим более 300) направляют на дивиденды меньшую долю чистой прибыли, чем зарубежные – в целом менее 20%.

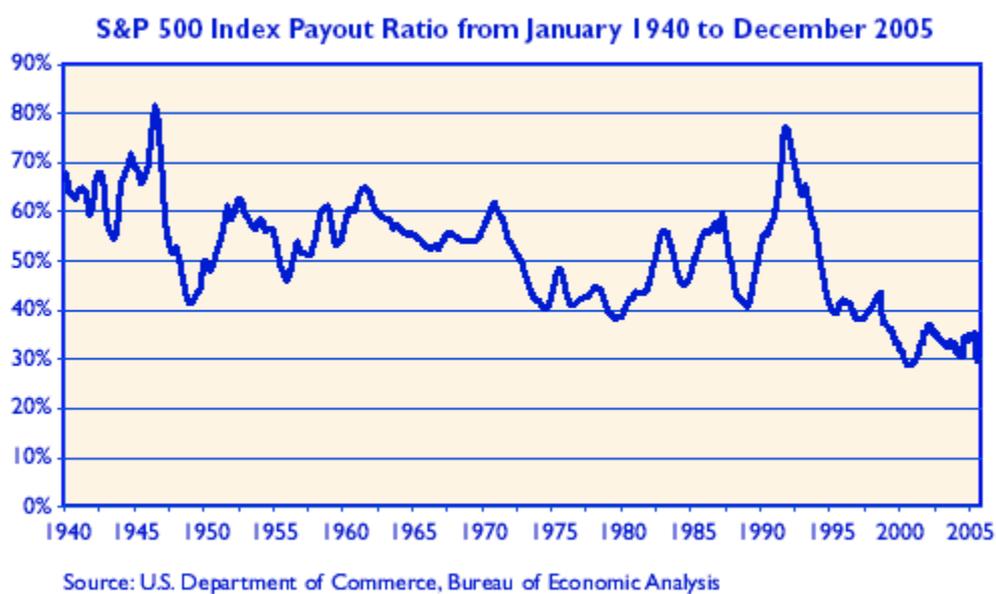


Рис. 1 Норма дивидендных выплат 500 крупнейших американских корпораций (1940-2005 гг.)

Объявленные дивиденды отличаются от дивидендов, которые получает инвестор. Эмитент в данном случае выступает агентом правительства по сбору налогов и перечисляет дивиденды за вычетом, соответственно, налога с физических лиц или налога на прибыль, если инвестор – юридическое лицо. Ставка налога на дивиденды в России для физических лиц с 2004 г. - 9%¹.

Право на участие в управлении

Это право реализуется путем голосования на общем собрании акционеров (ежегодном и чрезвычайном). Обыкновенные акции дают право голоса всегда. Привилегированные акции получают право голоса в том случае, если по ним не

¹ Наиболее распространенная ставка за рубежом – 15%.

выплачиваются дивиденды или если решаются вопросы, связанные с реорганизацией общества.

На общем собрании решаются многие вопросы, самыми главными из которых являются выборы руководящего органа общества – совета директоров и изменение устава. По всем вопросам повестки дня, кроме одной, применяется система голосования «одна акция – один голос». Выборы совета директоров в России проводятся по **кумулятивной системе голосования**.

Кумулятивная система голосования

У инвестора 100 акций. В члены совета директоров нужно выбрать 7 членов (кандидатов может быть больше). Количество голосов у инвестора равно 700 (7x100). Эти голоса он может распределить между претендентами по своему усмотрению (например, отдать все 700 одному кандидату). Подобная система используется для того, чтобы дать возможность мелким акционерам (т.наз. миноритариям) провести в состав совета своего представителя (теоретически данная норма увеличивает их шансы).

По российскому законодательству акционерное общество имеет право выкупать собственные акции (иногда их в литературе называют **казначейскими**). По этим акциям не выплачиваются дивиденды и они не голосуют. Выкуп собственных акций осуществляется для того, чтобы увеличить размер дивиденда в расчете на одну акцию, (из находящихся в обращении), для поддержки цены собственных акций, для выплаты дивидендов акциями, для того, чтобы воспрепятствовать скупке собственных акций конкурирующими группами. Казначейские акции находятся на балансе общества до года. Если за этот период они не проданы, общество обязано их погасить с уменьшением уставного капитала.

Ценные бумаги, связанные с акциями: **райты (подписные права)** и **варранты** (в российских нормативных документах - **опцион эмитента**). Подписные права связаны с реализацией т.наз. преимущественных прав владельцев обыкновенных акций. Во многих странах (в т.ч. в России) акционеры имеют первоочередное право приобретения дополнительно выпускаемых акций. Как правило, цена для них льготная (немного ниже, чем для других; по нашему законодательству величина скидки не должна превышать 10%). В ряде стран компании при выпуске

дополнительных акций одновременно выпускают и подписные права и распределяют их между старыми акционерами пропорционально имеющемуся у них количеству акций. Если акционер не захочет воспользоваться своим правом, он может продать его. Если цена рыночная составляет 100 у.е., а райт дает право покупки за 95, цена самого райта будет равна 5 у.е. Срок действия подписного права ограничен примерно 30 днями. Эти инструменты широко распространены в Великобритании и странах Содружества. В России не используются и в нормативных документах не предусмотрены.

Варранты (в российских нормативных документах - опционы эмитента). Ценные бумаги, выпускаемые и продаваемые компанией, дающие право их владельцам купить акции данной компании по фиксированной в них цене. Например, акция стоит 100 руб. Компания выпускает варранты, дающее право купить свои акции за 130 руб., причем реализовать право можно в течение нескольких лет, либо через несколько лет (в мировой практике это среднесрочный инструмент). В момент выпуска варрантов реализация права не имела смысла, тем не менее, они были проданы за определенную цену, предположим, 10 руб. Именно так рынок оценивает вероятность того, что в будущем рыночная цена увеличится. В самом деле, если рыночная цена поднимется до 150 руб., владелец варранта сможет купить эту акцию за 130 руб. Чистая прибыль составит, таким образом, 10 руб. (150-130-10). По сути дела, варрант - это опцион на покупку (см. ниже), выпускаемый эмитентом.

Депозитарные расписки (свидетельства)

В мировой практике широкое распространение получили депозитарные расписки – инструменты, выпускаемые на иностранные ценные бумаги, торгуемые на национальных рынках.

Наиболее известны **АДР - американские депозитарные расписки** (American Depositary Receipts) - ценные бумаги, выпускаемые в США на акции (редко облигации) иностранных эмитентов и обращающиеся на американском фондовом рынке¹.

¹ Встречается более корректный, но, в силу устоявшейся практики, редко употребляемый перевод - американские депозитарные свидетельства.

В связи с особенностями американского законодательства торговля иностранными ценными бумагами в США может осуществляться только в форме АДР, т.е. АДР можно рассматривать и как форму торговли ценными бумагами иностранных эмитентов в США.

Выпуск АДР российскими эмитентами - это один из способов выхода на крупнейший в мире рынок капиталов.

Впервые АДР были выпущены на акции английской компании Selfridges в 1927 г., однако широкого масштаба эта практика приобрела лишь в 60-е годы.

Общая схема выпуска АДР такова. АДР выпускаются в США специальными **депозитарными банками** (ими выступают крупные коммерческие банки). В стране эмитента приобретаются акции и депонируются в специальном банке (**банке-кастодиане**), с которым у депозитарного банка в США заключено соглашение. В США на эти акции депозитарным банком выписываются новые ценные бумаги - АДР. Каждая АДР может представлять собой одну акцию, несколько акций или долю акций эмитента. АДР предоставляет ее владельцу все права владельца обыкновенной акции, по его желанию она может быть конвертирована в обыкновенную акцию (соответственно без возможности ее обращения в США). При этом она выражена в долларах США, дивиденды по ней ее владелец также получает в долларах США и, самое важное, она свободно обращается на американском фондовом рынке: на фондовых биржах или на внебиржевом рынке. Выпущенные АДР, как правило, депонируются в центральном депозитарии, обслуживающим Нью-Йоркскую фондовую биржу, Американскую фондовую биржу и НАСДАК - Депозитарную доверительную компанию ДДК (Depository Trust Company), которая выступает в качестве номинального держателя АДР.

Программы выпуска АДР делятся на два класса: спонсируемые и неспонсируемые (sponsored, unsponsored). Спонсируемая программа иницируется эмитентом, неспонсируемая запускается без участия эмитента. В настоящее время неспонсируемые программы практически не используются. А в целом из примерно 2000 программ АДР, существовавших в середине 2000-х годов, 90% - спонсируемые.

В свою очередь спонсируемые программы АДР делятся на четыре вида: 1 уровня, 2 уровня, 3 уровня и "ограниченные" АДР, размещаемые по закрытой подписке (Rule 144a, Regulation S).

Различия между этими программами определяются в первую очередь объемом информации, предоставляемой эмитентом при ее запуске и, соответственно, величиной его затрат, а также конкретным рынком, на котором обращаются эти бумаги. Так, АДР 1 уровня торгуются на внебиржевом рынке (с помощью специальной электронной доски объявлений). АДР 2 и 3 уровня могут обращаться на лучших рынках - фондовых биржах (главным образом Нью-Йоркской и НАСДАК). Кроме того, программы 1 и 2 уровня не позволяют привлечь новый капитал, поскольку в этом случае АДР выпускаются только на уже существующие акции (эмитент новых денег от них не получает, результат для эмитента – чисто имиджевый). Лишь АДР 3 уровня или АДР, размещаемые по закрытой подписке, позволяют привлечь новый капитал на американском рынке. Но для того, чтобы выпустить АДР 3 уровня, требуется отвечать очень строгим требованиям как американского регулятора фондового рынка – Комиссии по ценным бумагам и биржам, так и самих бирж (по листингу). Стоимость подобных программ для эмитента может составлять несколько миллионов долл.

Среди более 170 российских компаний, осуществивших программы выпуска АДР, только три (Би-Лайн, МТС, Вим биль Данн) смогли выпустить АДР III уровня, три - второго (Ростелеком, Татнефть и Мечел), примерно 35 - "ограниченные" АДР (Мосэнерго, Татнефть, Газпром), остальные - программы I уровня (Лукойл, Мосэнерго, Северский трубный завод, Черногорнефть, Инкомбанк, Менатеп, ГУМ и др.).

Практически все АДР выпускаются тремя американскими и одним немецким банком: Бэнк оф Нью Йорк, Ситибэнк, Морган Гэранти и Дойче Банк, причем доля первого по количеству программ) составляет примерно две трети¹.

Именно АДРами на российские акции (а не самими акциями) торгуют на фондовых биржах Европы (в Лондоне, Франкфурте, Берлине)¹.

¹ www.adrbny.com

Рис.3 Общее количество действующих спонсируемых программ депозитарных расписок по странам, 2008 г.



Под данным Bank of New York, по состоянию на конец 2008 г. существовало 2130 спонсируемых программ депозитарных расписок компаний из 77 стран, из которых 1013 приходилось на ГДР. Больше всего программ - компаний четырех стран: Индии, России, Англии и Бразилии, соответственно, 276, 176, 141, 128 (рис.3).²

Выпуск акций компаниями

Компании выпускают акции в основном с одной целью – привлечь капитал для реализации инвестиционных программ. Выпуск акций принято подразделять на два вида – первое публичное предложение (IPO)³ и повторные выпуски. Традиционно финансирование с помощью акций более широко используется в англо-саксонских странах (США, Великобритания, Австралия, Канада).

В России компании стали привлекать капитал за счет выпуска акций фактически только в нынешнем десятилетии. По объемам эмиссии Россия уступает таким развивающимся странам, как Индия и Китай (о сравнении с развитыми странами пока не может идти и речи). Тем не менее процесс набирает обороты (см. табл.3).

¹ Существуют еще ГДР – глобальные депозитарные расписки (GDR – Global Depositary Receipts). Механизм их выпуска тот же самый, но изначально они ориентированы на торговлю вне США.

² The Year in Review – 2008. The Bank of New York Mellon (www.adrbny.com)

³ от англ. Initial Public Offering

Показатели рынка акций, оценка акций

При выборе акций рассматриваются многочисленные показатели, позволяющие определить наиболее выгодные объекты инвестирования. Наиболее важными являются показатели Цена/Прибыль (P/E^1), дивидендная доходность, отношение цены к балансовой стоимости.

Цена/Прибыль – коэффициент, определяемый как отношение цены акции к величине чистой прибыли на одну акцию. Его можно интерпретировать как срок, за который при данном уровне чистой прибыли окупится акция. На развитых рынках среднегодовое значение P/E по акциям крупных эмитентов за несколько десятилетий составляет 15-20. Значительное отклонение данного показателя от среднего значения означает перегрев рынка. При выборе конкретных акций инвестор ориентируется, конечно, не на средний показатель, а сравнивает P/E интересующей его компании с компаниями-аналогами.

Дивидендная доходность – отношение дивиденда на акцию к ее цене (в %). Среднее значение дивидендной доходности на развитых рынках составляет 3-4% и она примерно равна доходности краткосрочных государственных ценных бумаг.

Отношение цены к балансовой стоимости – цена акции, деленная на т.наз. бухгалтерскую стоимость компании.

Цена акции, как и любого товара, определяется соотношением спроса и предложения. Но при этом в ее основе лежат объективные факторы, которые можно оценить. Это позволяет рассчитать теоретическую цену акции.

Чаще всего используют два показателя: дивиденд на акцию за год и требуемая норма доходности.

$$P = D/r ,$$

где P – цена, D - дивиденд на акцию, r – требуемая норма доходности².

При условии постоянного роста дивиденда (g) указанная формула приобретает следующий вид (формула Гордона):

¹ От англ. Price/Earnings

² В свою очередь r рассчитывается при помощи коэффициента β (предложенного У.Шарпом), показывающим, как меняется цена конкретной акции по сравнению с рынком в целом (значением фондового индекса).

$$P = D_0(1+g)/(r-g),$$

где D_0 - дивиденд за последний год.

Табл. 3 Размещение акций российскими компаниями на открытом рынке (IPO, SPO), 1996-2007 гг.

	<i>Компания</i>	<i>Дата</i>	<i>Биржа</i>	<i>\$млн.</i>		<i>Компания</i>	<i>Дата</i>	<i>Биржа</i>	<i>\$млн</i>
1	Вымпелком	11.1996	NYSE	115	37	ТМК	11.2006	LSE/PTC	972
2	Golden Telecom	09.1999	NASDAQ	64	38	Северсталь	11.2006	LSE	1063
3	МТС	06.2000	NYSE	305	39	Система-Галс	11.2006	LSE	420
4	Вим-Билль-Данн	02.2002	NYSE	134	40	Распадская	11.2006	ММББ, PTC	317
5	Росбизнесконсалтинг	04.2002	ММББ	13	41	Челябинский ЦК	11.2006	PTC, LSE	281
6	Аптечная сеть «36,6»	01.2003	ММББ	14	42	RGI International Ltd.	12.2006	LSE (AIM)	192
7	НПО «Иркут»	03.2004	PTC, ММББ	127	43	Центр международной торговли	12.2006	PTC	105
8	Калина	04.2004	PTC	25	44	Baltic Oil Terminals		LSE(AIM)	55,8
9	Мечел	10.2004	NYSE	291	45	Timan Oil and Gas		LSE(AIM)	52,0
10	Седьмой континент	11.2004	PTC	80	46	Petroneft1		AIM, IEX	15,6
11	Открытые инвестиции	11.2004	PTC	69	47	Kontakt East Holding		First North	13,9
14	АФК «Система»	02.2005	LSE	1567	48	Amur Minerals Corp		LSE(AIM)	7,1
15	Северсталь-Авто	04.2005	PTC, ММББ	135	49	С.А.Т. Oil		Deutsche Boerse	322
16	Мосмарт (Eastern Property Holdings)	10.2005	SWX	55	50	Интегра	02.2007	LSE	668
17	Пятерочка	05.2005	LSE	598	51	Полиметалл	02.2007	LSE, ММББ, PTC	605
18	Рамблер	06.2005	LSE(AIM)	40	52	Ситроникс	02.2007	LSE, PTC, МФБ	402
19	Евразхолдинг	06.2005	LSE	421	53	Сбербанк	03.2007	ММББ, PTC	8850
20	Raven Russia	06.2005	LSE	266	54	ММК	04.2007	LSE, ММББ, PTC	1000
21	Новатэк	07.2005	LSE	879	55	Нутриинвестхолдинг	04.2007	ММББ, PTC	168
22	Urals Energy	08.2005	LSE(AIM)	130	56	Volga Gas	04.2007	LSE(AIM)	125
23	Int. Marketing and Sales Group	12.2005	LSE(AIM)	26	57	ВТБ	05.2007	LSE, ММББ, PTC	7982
24	Zirax Plc (Глобал-Каустик)	12.2005	LSE(AIM)	13	58	AFI Development	05.2007	LSE	1400
25	Амтел	12.2005	LSE	202	59	Фармстандарт	05.2007	LSE, ММББ, PTC	880
27	НЛМК	12.2005	LSE	609	60	Дикси груп	05.2007	LSE, ММББ, PTC	360
28	Комстар	02.2006	LSE	1007	61	Росинтер Ресторантс	05.2007	PTC	100
29	Разгуляй	03.2006	ММББ/PTC	50	62	РТМ	05.2007	PTC	80

30	Магнит	04.2006	ММВБ/РТС	368	63	ПИК	06.2007	LSE, ММВБ, РТС	1850
31	Верофарм	04.2006	РТС	140	64	Армада	07.2007	ММВБ, РТС	30
32	Черкизово	05.2006	LSE/РТС	251	65	ОГК-2	09.2007	LSE, ММВБ, РТС	292
33	Белон	06.2006	РТС	57	66	Уралкалий	10.2007	LSE, РТС	948
34	СТС Media	06.2006	NASDAQ	346	67	М. Видео	11.2007	ММВБ, РТС	365
35	Роснефть	07.2006	LSE/ММВБ /РТС	10500	68	Банк Санкт-Петербург	11.2007	РТС, МФБ	274
36	ОГК-5	10.2006	ММВБ, РТС	459	69	Новороссийский морской торговый порт	11.2007	LSE, ММВБ, РТС	4900

Примечание: включая российские компании, «вырядившиеся» в иностранные наряды и разместившиеся за рубежом

Источник: журналы «Биржевое обозрение», «Рынок ценных бумаг», ИА «Росбизнесконсалтинг» (www.quote.ru), AG Redeal Group (www.offerings.ru)

Облигации

Основным видом долговых бумаг являются облигации. Облигация - эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее держателя на получение от эмитента облигации в предусмотренный ею срок ее номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента от этой суммы или иного имущественного эквивалента. Облигация может предусматривать иные имущественные права ее держателя, если это не противоречит законодательству Российской Федерации¹.

Таблица 4

Объем мировых рынков долговых ценных бумаг (общий объем задолженности на конец года)*

(млрд долл.)

Страны	1990 г.**	1995 г.	2000 г.	2005 г.	2008 г.
Австралия	115	244	305	656	1296
Великобритания	409	825	1565	2556	4146
Германия	995	2179	2082	4096	6036
Италия	1233	1619	1345	2884	4817
Испания	233	367	363	1625	3541
Канада	426	678	777	1107	1633
Нидерланды	170	370	734	1408	2220
США	7433	11078	16118	23841	31315
Франция	827	1483	1332	2870	4925
Швейцария	177	276	170	491	728
Швеция	202	386	286	463	734
Япония	2922	5307	6432	8646	9859
Прочие развитые страны	778	1418	1864	3021	5638
Все развитые страны	15920	26230	33373	53664	76888
Аргентина	21	68	154	130	141
Бразилия		227	356	632	1289
Индия	73	102	140	290	500
Китай	34	107	276	633	2045
Корея	96	255	351	740	1138
Мексика	57	54	127	316	523
Россия			85	146	298
Турция	9	34	69	221	266
Прочие формирующиеся (включая офшорные центры)	168	657	742	1754	2444
Все формирующиеся	458	1107	2376	6068	8644
Весь мир***	16378	27638	36129	60276	86239
В процентах к ВВП	73	93	113	134	139
Частные эмитенты	7543	10989	16514	35349	54698
В процентах к ВВП	34	37	52	78	88

*На конец года, 2008 г. - июнь. ** Бумаги внутреннего долга.

***Включая бумаги международных организаций (ЕБРР, Мировой банк и пр. — от 400 до 700 млрд долл.), не выделенных отдельной строкой.

¹ Закон «О рынке ценных бумаг», ст.2

Составлено по: *BIS Quarterly Review. Statistical Annex* за разные годы (www.bis.org).
Источники по России — Министерство финансов (www.minfin.ru), информационное агентство CBONDS (www.cbonds.ru).

В отличие от акции облигация - не титул собственности, а удостоверение займа. Облигация всегда является срочной ценной бумагой, т.е. имеет конечный срок погашения¹. Облигация не дает права на участие в управлении деятельностью эмитента. При невыполнении обязательств по облигациям эмитент может быть объявлен банкротом.

В отличие от акции облигация всегда имеет **номинал**. Номинал – это, собственно, и есть та сумма, которая берется в долг и которую эмитент обязуется вернуть через определенное время. По сумме номиналов выпущенных облигаций оценивается размер рынка облигаций той или иной страны (табл.4).

С точки зрения вида эмитента облигации делятся на **государственные** (в свою очередь, здесь свое деление), **корпоративные** (облигации предприятий), облигации **международных организаций**.

По источникам привлекаемых ресурсов облигации делятся на 1) облигации внутренних займов и 2) облигации зарубежных займов (международные облигации). Последние, в свою очередь, в основном представлены **еврооблигациями** (eurobonds) и т.наз **зарубежными облигациями** (foreign bonds). Есть также разновидности международных облигаций, появившихся в порядке секьюритизации банковской задолженности - **облигации Брейди** (выпускались правительствами ряда развивающихся стран), российские **ОВГВЗ** (см. ниже). Одним из проявлений процессов интернационализации и глобализации финансовых рынков является рост доли облигаций внешних займов в общей структуре задолженности (рис.2).

¹ Редкой разновидностью облигаций являются «вечные» облигации, не имеющие срока погашения. К ним, в частности, относятся консоли – облигации правительства Великобритании, выпущенные еще в XIX в.



По способу выплаты дохода облигации делятся на **процентные** и **дисконтные**. По процентным облигациям предусмотрена регулярная выплата процентного дохода. По дисконтным облигациям выплата процентов не предусматривается. Доход образуется за счет разницы между ценой размещения (покупки) и ценой погашения (номиналом)¹.

В свою очередь, выплата процентов по облигации может проводиться по фиксированной ставке (неизменной в течение всего срока облигации или в заранее установленные периоды этого срока) и плавающей (т.е. изменяющейся в зависимости от изменения какой-то рыночной ставки). Мировая и российская практика знает случаи выплаты процентов на основе розыгрышей (лотерейного типа).

По способу погашения облигации делятся на **серийные** и **срочные**. Первые предусматривают погашение облигаций частями в разные сроки (сериями). Вторые имеют единый срок погашения.

¹ При этом следует помнить, что и процентные облигации могут продаваться с дисконтом к номинальной стоимости облигации.

Объемы облигационных рынков в разных странах заметно отличаются (табл.4), как и структура задолженности. В текущем десятилетии примерно половину составляют государственные облигации (облигации государственного сектора), половину - частного сектора. Частные облигации обычно принято называть корпоративными. Они делятся на облигации нефинансовых компаний и финансовых компаний. Структура эмитентов корпоративных облигаций зависит от модели финансовой системы той или иной страны. Например, в Германии нефинансовые компании выпускают облигации относительно редко и мало. В структуре облигационной задолженности преобладают банковские облигации. Иная ситуация в США, Канаде, Испании, где нефинансовые компании выступают активными заемщиками на рынке облигаций.

Облигации предприятий (корпоративные облигации)

В России первые корпоративные облигации появились в 1997-1998 гг. Это были еврооблигации ряда эмитентов, в основном банков. Внутренние (рублевые) облигации стали регулярно выпускаться с 1999 г. Объем данного рынка все еще относительно небольшой (табл.5), но этот сектор растет быстрыми темпами. Он сосредоточен на ММВБ.

Корпоративные облигации могут выпускать предприятия, находящиеся в любой организационно-правовой форме.

По российскому законодательству предприятия могут выпускать облигации с обеспечением и без обеспечения. В первом случае эмитент выделяет специальное имущество, которое может быть использовано для погашения долга, если у него не окажется денежных средств для погашения. Обеспечением может служить также гарантия другой организации (например, банка). Облигации без обеспечения можно выпускать не ранее третьего года существования общества. Общий объем выпущенных облигаций не может превышать оплаченного уставного капитала (либо уставного капитала плюс величины обеспечения, предоставленного третьими лицами).

Таблица 5

Размеры российского рынка ценных бумаг, конец года

(млрд.долл.)*

	1998.07	2002	2005	2006	2007	2008
Акции (капитализация)	50	115	531	966	1334	361 28.10
ГКО-ОФЗ-ОНЗ-ГСО	70	18	29,6	39,0	50,9	54,7 1.10
Сберегательные облигации (ОГСЗ)	2	-	-	-	-	-
Облигации Банка России	-		3	4,0	4,2	1,6 29.08
Облигации внутреннего государственного валютного займа (ОВГВЗ)	11	10	7,1	5,7	4,5	1,8 1.07
Еврооблигации Правительства РФ	9	35	31,5	30,9	28,6	28,2 1.07
Облигации субъектов Федерации и муниц. образований (внутренние)	4	1,5	5,4	7,3	9,0	11,0 1.10
Облигации субъектов Федерации и муниц. образований (валютные)	2	0,9	0,9	1,0	1,1	1,4 1.10
Корпоративные облигации (внутренние)	-	1,4	17	35	51,1	63,4 1.10
Корпоративные облигации (валютные)	-	3	34	63,0	94,3	114,9 1.10
Векселя	15	15	20-30	20-30	20-30	20-30
Депозитные и сберегательные сертификаты банков		2,1	2,1	2,0	2,2	1,8 1.08
Итого	163	201,9	696,6	1183,9	1609,9	659,8
<i>Для сравнения</i>						
<i>Задолженность по рублевым кредитам, выданным организациям на срок св. 3 лет</i>		4,0	21,3	38,2	78,1	123,8 1.08

*Рублевые цены переведены в доллары в целях удобства сопоставления с другими странами
 Источник: Банк России (Бюллетень банковской статистики) www.cbr.ru, Министерство финансов Российской Федерации www.minfin.ru, Информационное агентство CBONDS www.cbonds.ru, Российская торговая система www.rts.ru, экспертные оценки (по вексельной задолженности)

Облигации могут быть именными и на предъявителя (зависит от решения эмитента).

Облигации могут выпускаться с правом досрочного погашения владельцем облигации (оферта к погашению).

Облигации могут иметь право конверсии в акции эмитента (**конвертируемые облигации**). В этом случае инвестор может либо получить номинальную стоимость при погашении, либо акции по заранее фиксированному соотношению.

Пример

Номинал облигации 1000 рублей. Погашение может производиться либо по номиналу, либо 4 акциями данного эмитента. Конверсионная цена, следовательно, равна 250 руб. Если текущая рыночная цена акции равна 260 руб., очевидно, что более выгодно провести конверсию. Как правило, конвертируемые облигации считаются более надежными и, соответственно, по ним устанавливается более низкая процентная ставка.

На конвертируемые облигации похожи облигации с варрантом (ордером). Отличие заключается в том, что варрант может отделяться от облигации и в этом случае образуются две бумаги: обычная облигация и собственно варрант¹.

Государственные облигации

В международной практике к государственным облигациям (еще говорят: облигации общественного сектора) принято относить бумаги, выпускаемые правительством, администрациями регионов (штатов, провинций, земель, городов, более мелких территориальных образований – муниципальные облигации) и государственных агентств. В Российской Федерации статус государственных ценных бумаг имеют облигации правительства РФ и облигации субъектов Федерации. Муниципальные облигации (облигации органов местного самоуправления), соответственно, таким статусом (юридическим) не обладают.

Во всех странах подавляющая часть государственных облигаций приходится на бумаги, выпускаемые правительством. Роль нецентральных органов власти как эмитентов велика в ограниченном числе стран: США, Канаде, Австралии, Японии.

Виды государственных облигаций Российской Федерации

По состоянию на середину текущего десятилетия **государственный внутренний долг** Российской Федерации был представлен преимущественно облигациями федерального займа - ОФЗ (табл.6). В 1990-е годы главными бумагами являлись государственные краткосрочные бескупонные облигации – ГКО.

ГКО – дисконтные бумаги, выпускаемые на срок до 1 года (конкретный срок в днях устанавливается при выпуске). Первый выпуск состоялся в мае 1993 г. В

¹ В России инструментом, аналогичным варранту, является опцион эмитента

условиях высокой инфляции тех лет (200-260% за год) размещение более «длинных» бумаг было просто невозможно.

Через несколько лет, после того как темпы роста цен удалось сбить до двухзначных значений, правительство начало выпускать бумаги сроком более 1 года, получившие название облигации федерального займа (сначала с переменным купоном, затем с постоянным купоном). По этим бумагам регулярно выплачивался процентный доход.

Формально эти бумаги являются документарными, однако реально они не имеют сертификатов. Документарность выражается в том, что на весь выпуск оформляется единый глобальный сертификат, на руки сертификат ГКО или ОФЗ получить нельзя. Бумаги существуют лишь в виде записей на счетах в депозитарии.

Таблица 6

Государственный внутренний долг Российской Федерации, выраженный в государственных ценных бумагах (на 1 января, млрд.руб)

	ГКО	ОФЗ-ПК	ОФЗ-ПД	ОФЗ-ФК	ОФЗ-АД	ОГСЗ	Итого (вкл. прочие)
1995	11	-	-	-	-	-	11
1996	66	8	-	-	-	3	78
1997	204	34	4	-	-	8	249
1998	273	48	116	-	-	13	451
1999	17	0,1	347	113	-	15	494
2000	7	0	402	112	-	5	530
2001	3	24	359	123	-	3	532
2002	20	24	308	139	-	0,1	511
2003	19	24	351	207	42	0,1	655
2004	3	24	50	199	375	0,1	664
2005	0	0	43	171	542	0	757
2006	0	0	124	131	596	-	851
2007	-	-	206	95	675	-	1028
2008	-	-	288	51	808	-	1249
2009	-	-	328	34	882	-	1421

Примечание: 0 – менее 0,1; цифры округлялись до целого

Источник: Министерство финансов (www.minfin.ru)

Бумаги размещаются на аукционах, проводимых по поручению министерства финансов Банком России. Последний является и платежным агентом по облигациям (производит погашение и выплату процентов).

Хронический бюджетный дефицит, имевший место все 1990-е годы, привел к накоплению значительной задолженности по рублевым облигациям правительства. В 1998 г. проблема задолженности резко обострилась в связи с падением цен на нефть – основного источника доходов бюджета в России. Потребность в покрытии бюджетного дефицита толкала правительство к размещению облигаций на все более невыгодных для него условиях (по все более низкой цене). В результате доходность ГКО-ОФЗ в июле 1998 г. достигла 50-60% в условиях жесткого соотношения курса рубля к доллару США (примерно 6 руб за 1 дол.). В августе 1998 г. правительство оказалось не в состоянии дальше обслуживать свой долг и объявило 3-месячный мораторий на все операции с внутренними (рублевыми) облигациями. Отказ от выполнения своих обязательств по займу называется **дефолт**¹.

В течение этого периода была проведена реструктуризация внутреннего государственного долга. Старые докризисные ГКО и ОФЗ были обменены на новые бумаги – ОФЗ с разными сроками (**новация** займов). За это время валютный курс снизился в 4 раза и реальный долг, соответственно, обесценился. На протяжении нескольких лет новых займов почти не проводилось, поскольку острота проблемы дефицита бюджета резко снизилась благодаря росту цен на нефть и постепенному восстановлению экономики. С 2003 г. размер задолженности по рублевым облигациям снова стала расти в основном в связи с ростом потребности в инструментах размещения средств Пенсионного фонда России.

При этом краткосрочных бумаг в 2006 г. уже не было (до кризиса они составляли 60% рублевого рыночного долга). Вся задолженность представлена среднесрочными и долгосрочными бумагами – облигациями федерального займа. Все ОФЗ отличаются друг от друга методом начисления и выплаты процентов. Самая большая группа бумаг – ОФЗ с амортизацией долга, на втором месте – ОФЗ с фиксированным купонным доходом.

¹ Случаи государственных дефолтов имели место и ранее во второй половине XX в. Так, в 1982 г. объявили дефолт по своим внешним обязательствам (по кредитам иностранным банкам) правительства Мексики, Бразилии и ряда других стран.

Доходность государственных облигаций снизилась к 2006 г. до 5-8%. Как отмечалось выше, доходность государственных облигаций является своеобразным эталоном для всех остальных инструментов. Повсеместно она рассматривается как безрисковая, поскольку государство считается самым надежным заемщиком. Однако обычно доходность по государственным облигациям немного превышает темпы инфляции. В России в 2001-2006 гг. доходность по государственным облигациям оставалась ниже, чем инфляция.

В отличие от ряда стран (в их числе США, Япония), где торговля государственными облигациями осуществляется на внебиржевом рынке, в России с самого начала она производилась только на фондовой бирже – Московской межбанковской валютной бирже.

Значительная часть долга правительства России приходится на облигации внешних займов (валютные облигации). Они представлены двумя видами инструментов: облигациями внутреннего государственного валютного займа (**ОВГВЗ**) и еврооблигациями.

ОВГВЗ – облигации, выпущенные в порядке **секьюритизации** (переоформления банковского долга в ценные бумаги) задолженности Внешэкономбанка (образовавшейся еще в период СССР) российским предприятиям. В условиях директивной экономики все предприятия производили расчеты только через один банк – Внешэкономбанк СССР. К моменту распада СССР у последнего (фактически у правительства) образовалась многомиллиардная задолженность перед экспортерами. Не имея возможности погасить эти долги, российское правительство приняло решение выпустить на сумму долга валютные облигации и отдать их экспортерам. Первые облигации такого типа были выпущены в мае 1993 г. (5 траншей со сроками погашения от 1 года до 15 лет) на сумму около 8 млрд.долл. Впоследствии было выпущено еще несколько траншей.

Все облигации имели одинаковую процентную ставку – 3% годовых с выплатой раз в год, документарную форму (в виде сертификатов). Облигации выпущены с номиналом в 1000, 10000 и 100000 долл. Хотя облигации были предназначены для российских резидентов, большая их часть была ими продана и

оказалась у иностранных инвесторов. Задолженность по этим инструментам относится к внешнему государственному долгу Российской Федерации. Торгуются на внебиржевом рынке через международные расчетные системы Euroclear и Clearstream.

В 1995 г. доходность к погашению облигаций дальних (тогда) траншей составляла 16-23%. В начале 1998 г. Доходность сократилась до 12-15%. После кризиса по дальним выпускам доходность подскочила до 60-80% (цена падала до 5% номинала). К 2006 г. доходность снизилась до 7-8%.

Еврооблигации - ценные бумаги, выпущенные в валюте, являющейся иностранной для эмитента (как правило), и которые размещаются с помощью международного синдиката андеррайтеров среди зарубежных инвесторов, для которых данная валюта также, как правило, является иностранной.

Приставка "евро" в настоящее время - дань традиции, поскольку первые еврооблигации появились в Европе, да и в настоящее время торговля ими осуществляется в основном в Европе. По сути это настоящие международные ценные бумаги. Особенностью их является то, что они обращаются на особом международном рынке, носящем наднациональный характер.

Типичная еврооблигация в прошлом - предъявительская ценная бумага в форме сертификата с фиксированной процентной ставкой, по которой доход выплачивается один раз в год путем предъявления купонов к оплате и погашение производится в конце срока единовременным платежом или в течение определенного срока из фонда погашения.

Как отмечалось выше, общемировой тенденцией является рост облигационных заимствований на международном рынке. Еврооблигации выпускают преимущественно крупные корпорации из развитых стран. Что касается формирующихся рынков, то здесь среди эмитентов очень заметна роль правительств.

Стоимость заимствования на внешнем рынке зависит от общего состояния мировой экономики и рынков капитала в ведущих финансовых центрах мира, прежде всего США, а также **рейтинга** эмитента (см. ниже). Чем ниже рейтинг, тем выше процентная ставка по облигации и выше ее доходность.

Правительство России впервые вышло на рынок еврооблигаций в ноябре 1996 г., предварительно получив рейтинг трех крупнейших международных рейтинговых агентств – Standard & Poor's, Moody's Investors service и IBCA (в настоящее время называется Fitch Ratings).

Рейтинг облигаций представляет собой оценку кредитоспособности эмитента (его способности выполнять обязательства по выплате процентов и погашению основной суммы долга). Всеми агентствами применяется буквенная система обозначения уровня рейтинга. По классификации S&P высший уровень надежности – AAA, Moody's – Aaa. Исходя из рейтинга этих агентств облигации делятся на инвестиционного класса и неинвестиционного (спекулятивного). Инвестиционный уровень начинается со значения BBB- и Baa3. Как видно из табл.6, Россия в 2003 г. впервые получила инвестиционный рейтинг.

Осенью 1996 г. России при рейтинге BB- от агентства Standard & Poor's и Ba2 от агентства Moody's (табл.7) удалось разместить свои долговые обязательства на рынке еврооблигаций под 9,35%, что при цене размещения в 99,561 обеспечивало доходность в 9,36% , на 345 **базисных пунктов** (3,45%) выше ставки по казначейским нотам (среднесрочным облигациям) США.

Таблица 7: Хронология российских суверенных рейтингов

Standard & Poor's		Moody's	
Дата	Рейтинг	Дата	Рейтинг
04.10.1996	BB-	07.10.1996	Ba2
09.06.1998	B+	11.03.1998	Ba3
13.08.1998	B-	29.05.1998	B1
17.08.1998	CCC	13.08.1998	B2
16.09.1998	CCC-	21.08.1998	B3
27.01.1999	SD	13.11.2000	B2
08.12.2000	B-	29.11.2001	Ba3
28.06.2000	B	15.06.2002	Ba2
19.12.2001	B+	08.10.2003	Baa3
05.03.2002	B+	08.07.2004	Baa3
02.01.2003	BB+	25.10.2005	Baa2
27.01.2004	BB+		
31.01.2005	BBB-		
19.07.2005	BBB-		
15.12.2005	BBB		
04.09.2006	BBB+		

Всего до кризиса 1998 г. правительством было осуществлено 9 выпусков еврооблигаций. Последний, 10-й, самый крупный, был сделан уже после кризиса в порядке секьюритизации задолженности банкам Лондонского клуба¹.

Во время кризиса 1998 г. цены российских еврооблигаций падали до 20% номинала, не так низко как по ОВВЗ, но это тоже почти беспрецедентное падение (что-то похожее было, пожалуй, только в Аргентине). В 2003-2008 гг. доходность российских суверенных еврооблигаций составляла 5-8%. Котируются выше номинала, т.к. у них относительно высокая купонная ставка.

Облигации Банка России

Эти бумаги появились после кризиса. Структура - такая же, как и у ГКО. Номинал 1000 руб. Документарная форма с обязательным централизованным хранением (фактически бездокументарные). Выпуск этих инструментов обусловлен в основном потребностями центрального банка в проведении денежно-кредитной политики.

Облигации субъектов федерации и органов местного самоуправления

В международной практике все бумаги, выпускаемые органами власти ниже центрального правительства, именуются муниципальными. В России, как отмечалось выше, с юридической точки зрения муниципальные ценные бумаги – только бумаги органов местного самоуправления.

Выпуск облигаций этими органами обусловлен необходимостью покрытия дефицита местного бюджета или финансирования каких-либо крупных проектов в регионе. В России еще до кризиса 1998 г. большинство субъектов Федерации и администрации ряда городов проводили выпуск облигаций. Многие объявили дефолт по своим обязательствам.

В 2005 г. на рынке обращались облигации более 30 субъектов Федерации, но объем рынка очень невелик (табл. 5)². До кризиса Москва, Санкт-Петербург и Нижегородская область осуществили выпуск еврооблигаций (последняя объявила дефолт). В 2006 г. еврооблигации оставались в обращении только у правительства Москвы.

¹ Неформальное объединение частных банков-кредиторов.

² Для сравнения: в США задолженность по муниципальным облигациям превышала в в конце 2005 г. 2,2 трлн.долл.

Цена облигаций

При выпуске облигаций они размещаются, как правило, по номиналу или с небольшим отклонением от номинала. Однако в дальнейшем их цена может весьма заметно отклоняться от номинала. Возьмем для примера классическую купонную облигацию. Какие факторы лежат в основе динамики ее цены?

Основной фактор - это соотношение рыночной, т.е. текущей процентной ставки и купонной ставки по облигации.

Пример

Облигация выпущена в 1980 г. в период максимально высоких процентных ставок на мировом рынке. Значит, чтобы ее купили, эмитенту необходимо было установить по ней также высокую купонную ставку. Предположим, что облигация размещалась по номиналу в \$1000 с купонной ставкой в 15%. К 1990 г. процентные ставки на рынке упали. Облигации эмитентов с аналогичным рейтингом (т.е. с таким же уровнем риска) выходят на рынок со ставкой 7% годовых. Если наш инвестор, имевший старую облигацию, захочет ее продать, он сможет это сделать не за 1000, а за большую цену - такую, которая обеспечит примерную доходность в размере 7%. Если рынок обнаруживает инструменты, обеспечивающие более высокую доходность, чем другие, то все начинают покупать этот инструмент, благодаря чему происходит выравнивание цен.

При росте рыночных процентных ставок цена облигации с фиксированной купонной ставкой падает, при падении – повышается.

Эта зависимость может быть выражена формулой, опирающейся на формулу сложных процентов.

$$P = C_1/(1+r) + C_2/(1+r)^2 + \dots + (C_n + N)/(1+r)^n$$

P - цена облигации

C - величина купонного платежа

R - требуемая норма доходности (она же - доходность до погашения)

N – номинал облигации

n - число периодов начисления (количество лет до погашения)

При торговле на рынке облигаций указывается не цена (в денежных единицах), а **курс** – **отношение цены к номиналу**.

$$K = P/N * 100\%$$

Например, курс ОФЗ-АД составляет 101,235. Это означает, что цена данной облигации равна 1012,35 руб.

Впрочем, следует иметь в виду, что часто, применительно к облигациям, говоря «цена» подразумевают именно курс.

Различают «чистую» и «грязную» цену облигации. Именно чистая цена приводится обычно в сводках газет и прочих СМИ, где публикуется финансовая информация. **«Чистая»** цена рассчитывается исходя из того, что по ней будут выплачены процентные платежи в полном объеме. Представим ситуацию, когда продажа облигации произведена между выплатами купонного дохода. В этом случае очередной купонный платеж получит покупатель облигации. Продавец должен компенсировать себе неполученные проценты за полгода, продав ее не по чистой цене, а за иную сумму, равную чистой цене, плюс величина накопленных за этот период процентов. Это и будет **«грязная цена»** облигации. Т.е. на рынке облигации котируются по чистой цене, а сделки совершаются по грязной цене.

Помимо цены (курса) облигации важнейшим показателем является ее доходность (норма доходности). Обычно в СМИ приводится показатель **доходности до погашения**.

Смысл этого показателя заключается в том, что он позволяет оценить эффективность инвестиций в облигации не только по такому параметру, как купонная ставка, но и с учетом разницы цены облигации и ценой ее погашения.

Если взять купонную облигацию, то формула расчета доходности до погашения вытекает из вышеприведенной формулы ее цены. Т.е., надо найти r . Задача решается методом итерации, что связано с достаточно долгими вычислениями. Если возникает подобная задача на профессиональном уровне, она решается с помощью финансовых калькуляторов, компьютерных программ или специальных таблиц (вроде математических таблиц Брадиса), которыми активно пользовались (да и продолжают пользоваться и сейчас) до появления современных средств вычислительной техники.

Когда же под рукой нет ни того, ни другого, можно рассчитать приблизительную доходность до погашения используя следующую формулу:

$$r = \frac{C + (N - P)/n}{P} * 100$$

Неэмиссионные ценные бумаги

К неэмиссионным ценным бумагам относятся депозитные и сберегательные сертификаты банков, чеки, банковские сберегательные книжки на предъявителя, товарораспорядительные документы (коносамент, простое и двойное складское свидетельство), векселя, закладные, бумаги паевых инвестиционных фондов, производные финансовые инструменты (если рассматривать их как ценные бумаги). В силу того, что некоторые из них не получили сколько-нибудь широкого распространения в российской практике или, формально являясь ценными бумагами, не являются объектами инвестирования (чеки, коносаменты, складские свидетельства), мы ограничимся лишь указанием на нормативные акты, в которых дается описание этих инструментов.

Чек	Гражданский кодекс, часть 2
Банковская сберегательная книжка на предъявителя	Гражданский кодекс, часть 2
Простое и двойное складское свидетельство	Гражданский кодекс, часть 2
Коносамент	Кодекс торгового мореплавания Российской Федерации
Закладная	Закон об ипотеке (залоге недвижимости)

Депозитные и сберегательные сертификаты банков

Это письменное свидетельство кредитного учреждения в вкладе денежных средств, удостоверяющее право вкладчика или его правопреемника на получение по истечении установленного срока суммы депозита (вклада) и процентов по нему. Депозитные сертификаты предназначены для юридических лиц, сберегательные - для физических. Выпуск и обращение в России регламентируются Гражданским кодексом (ч.2) и документами Банка России.

Это документарная ценная бумага, у которой обязательно есть сертификат. Такие инструменты могут выпускать только банки и только в рублях. Могут быть именными или предъявительскими. Не могут служить расчетным и платежным средством за товары и услуги.

В отличие от срочного вклада, который нельзя непосредственно передать другому лицу, сертификат можно продать без каких-либо ограничений.

Особенностью сертификатов является то, что выплата процентов по ним производится одновременно с погашением. Срок сертификата не ограничен, но, как правило, это краткосрочная бумага, выпускаемая на год и меньше.

Вексель¹

Вексель - старейшая ценная бумага, появившаяся еще в средневековой Италии. Вексель - составленное по установленной законом форме безусловное письменное долговое денежное обязательство, выданное одной стороной (векселедателем) другой стороне (векселедержателю). Российское вексельное законодательство основано на Женевском единообразном законе о векселе 1930 г. Этот закон был воспроизведен в Постановлении ЦИК и СНК СССР «Положение о простом и переводном векселе» 1937 г. Принятый в 1997 г. Закон Российской Федерации «О простом и переводном векселе» провозгласил верность указанным документам.

Различают два вида векселей: простой (соло-вексель) и переводный вексель (тратта). Простой вексель – обещание уплатить денежную сумму. Переводный вексель – приказ заплатить денежную сумму. Векселедатель переводного векселя называется также **трассант**, лицу, которому адресован приказ – **трассат**, лицо, в пользу которого надлежит осуществить платеж – **ремитент**. Трассат становится плательщиком по переводному векселю только после того, как поставит на векселе согласие на оплату – **акцепт**.

¹ Подробнее о векселях см. Макеев А.В. Неэмиссионные ценные бумаги. Ч.1 Вексель (на сайте www.mirkin.ru)

Чтобы увеличить надежность векселя, векселедатель может получить гарантию третьего лица - вексельное поручительство (**аваль**), который оформляется на лицевой стороне векселя.

Вексель может передаваться (продаваться) с помощью передаточной надписи – **индоссамента**, которая делается на обороте векселя. Любое лицо, поставившее подпись на векселе (векселедатель, индоссанты, авалисты) несут по нему солидарную ответственность и обязаны оплатить его в случае, если основной плательщик окажется несостоятельным.

Вексель всегда имеет документарную форму. Это всегда денежный документ, т.е. содержит обещание или предложение заплатить денежную сумму. Особенностью векселя является абстрактный и безусловный характер обязательства. Вексель – документ строго определенной формы. Отсутствие какого-либо обязательного реквизита лишает его силы векселя. А преимуществом векселя является упрощенная процедура взыскания долга по сравнению с другими инструментами (если вовремя выполнена юридическая процедура удостоверения факта неоплаты векселя – **протест векселя**, которая в России осуществляется нотариусами).

С экономической точки зрения векселя делятся на товарные и финансовые. Финансовые по сути напоминают краткосрочные облигации и выпускаются в целях привлечения денежных средств. Товарные векселя оформляют коммерческий кредит – поставку товара с отсрочкой платежа.

Как правило, вексель – дисконтная бумага, она не предусматривает выплату процентов. Проценты рассчитываются в момент выпуска векселя и закладываются в ту сумму, которая указана в векселе. Доход, соответственно получается за счет того, что цена покупки векселя меньше цены его погашения.

Лишь в том случае, если вексель выписан с оплатой по предъявлению или во столько-то дней от предъявления (т.е. когда срок векселя нельзя определить заранее), указывается, помимо номинала, также процентная ставка по векселю.

В России векселя получили большое распространение (причем используются почти исключительно финансовые векселя) и по совокупной задолженности они превосходят рублевые корпоративные облигации (табл.5).

Поскольку вексель – неэмиссионная ценная бумага, на него не распространяется действие Закона «О рынке ценных бумаг». Регулирование рынка векселей осуществляет профессиональная организация АУВЕР (Ассоциация участников вексельного рынка)¹.

Производные ценные бумаги (производные финансовые инструменты или деривативы)²

К производным финансовым инструментам относятся уже рассмотренные подписные права, варранты (опционы эмитента), а также **биржевые опционы, форвардные контракты, фьючерсы, свопы и их многочисленные комбинации**. Многие из них настолько специфичны и столь непохожи на классические ценные бумаги, что некоторые авторы считают, что их вообще нельзя относить к ценным бумагам (отсюда и сам нейтральный термин «производные финансовые инструменты»). Рынок производных ценных бумаг – наиболее динамичный сегмент фондового рынка. Деривативы известны еще с XVII в. Твердые и условные срочные сделки (сделки с премией или опционы) с товарами и ценными бумагами практиковались на Амстердамской бирже еще в первые десятилетия ее существования. Известно, что фьючерсная торговля рисом имела место в средневековой Японии. С середины XIX в. фьючерсные контракты на сельскохозяйственные товары становятся важнейшим инструментом в торговле зерном на североамериканском рынке. Фьючерсы и опционы – основные инструменты торговли на всех современных товарных биржах (фьючерсы и опционы на нефть и нефтепродукты, цветные металлы, кофе, какао и пр.). Однако лишь с начала 70-х годов XX века с появлением специализированных бирж финансовых деривативов в США начинается период бурного развития этого сегмента фондового рынка. Доля товарных деривативов составляет ныне менее одного процента. В 70-е годы рост происходил в основном за счет биржевого рынка, причем только США. В 80-е и особенно в 90-е годы наибольший прирост приходился на внебиржевой рынок.

¹ www.auver.ru

² Подробнее см. Буренин А.Н. Форварды, фьючерсы, опционы, экзотические и погодные производные. – М.: НТО им. С.И.Вавилова, 2005.

Основное макроэкономическое значение производных состоит в том, что они позволяют экономическим субъектам страховать (**хеджировать**) риски, связанные с изменением цен. Эта группа участников называется **хеджерами**. При этом возможность хеджирования возникает в связи с тем, что на рынке есть инвесторы, которые готовы брать на себя эти риски. Эти участники именуется **спекулянтами**. Интерес спекулянта состоит в том, что норма прибыли на рынке производных выше, чем на рынке обычного товара (чем выше риск, тем выше норма доходности). Близки к спекулянтам такие участники рынка, как **арбитражеры**, получающие доход за счет совершения операций с одним инструментом на разных рынках.

Опцион. Контракт, дающий право его владельцу купить или продать финансовый инструмент или товар по определенной в нем цене в оговоренный период времени. За это право покупатель опциона выплачивает продавцу (выписывателю опциона) премию, являющуюся его ценой. Различаются **опционы на покупку (КОЛ-ОПЦИОН)** и **опцион на продажу (ПУТ-ОПЦИОН)**¹. Продавец опциона обязан продать или купить указанный в контракте финансовый инструмент или товар, если покупатель предъявит его к исполнению.

Кол-опцион - контракт, дающий право купить товар (базовый актив) по фиксированной цене в установленный период времени. К покупке колл-опциона прибегают игроки на повышение, к продаже - игроки на понижение.

Пут-опцион - контракт, дающий право его владельцу продать товар (базовый актив) по фиксированной цене в установленный период времени. К продаже пут-опционов прибегают игроки на повышение, к покупке - игроки на понижение.

Еще раз подчеркнем: **покупатель имеет право** купить или продать. Продавец **обязан** будет продать или купить актив у держателя опциона, если он решит воспользоваться своим правом.

В зависимости от времени, в течение которого может быть реализовано право по опциону (или по стилю исполнения), различают **американский** и

¹ От англ. call, put

европейский опцион. В первом правом можно воспользоваться в течение всего срока его действия, во втором - в момент истечения его срока. Почти все опционы по финансовым инструментам, как в США, так и в Европе - американского типа (стиля).

Широкое распространение опционы получили начиная с 70-х годов XX в., когда появились биржевые опционы на финансовые инструменты, впервые - на Чикагской бирже опционов (CBOE), созданной в 1973 г. В настоящее время практически вся торговля опционами сосредоточена на биржах, как специализированных опционных, так и обычных фондовых. Наиболее распространены опционы на акции, на биржевые индексы, на фьючерсные контракты. В России опционные контракты появились в текущем десятилетии на бирже РТС (рынок FORTS), но пока (по состоянию на 2006 г.) объемы торговли ничтожно малы.

Цена опциона (а его ценой является **премия**) зависит от следующих факторов: текущей рыночной цены финансового инструмента, на который выписан опцион, времени, остающегося до истечения срока опциона, цены исполнения (реализации) опциона, величины дохода (например дивиденда), выплачиваемого по данному инструменту, коэффициента изменчивости (volatility) цены этого инструмента. Для оценки опционов широко используется математическая модель американских экономистов Фишера Блэка и Майрона Шоулза, предложенная в 1973 г., и ее модификации. Теоретическая цена премии состоит из **внутренней стоимости и временной стоимости** (intrinsic value, time value).

Внутренняя стоимость возникает в том случае, если цена базового актива превосходит цену исполнения кол-опциона (цену, зафиксированную в контракте) или если она оказывается ниже цены исполнения пут-опциона.

Пример

На бирже куплен кол-опцион на акцию АБС с исполнением через 3 месяца по цене 1500 руб. Текущая цена АБС на бирже составляет 1400 руб. Премия данного опциона (цена опциона) в момент покупки равнялась 50 руб. Внутренней стоимости данный опцион не имел, только временную. Через 2

месяца цена акции АБС поднялась до 1700 руб. Цена данного опциона (премия) на рынке в этот момент составляет 220 руб. (200 руб.- внутренняя стоимость, 20 руб.- временная). По истечении 3 месяцев рыночная цена АБС составляет 1800 руб. Цена опциона – 300 руб. (300 руб.– внутренняя стоимость, временной стоимости нет).

Аналогичная ситуация с пут-опционом, только рыночная цена для возникновения внутренней стоимости должна быть меньше рыночной.

Если у опциона появляется внутренняя стоимость, говорят, что это опцион «с выигрышем» (англ. in the money), если нет – «с проигрышем» (out of the money).

Для покупателя и продавца опциона возможные последствия сделки различны. Покупатель всегда ограничивает возможные потери уплаченной премией, т.е. он не может потерять больше, чем затратил на покупку опциона. А вот его возможный выигрыш неограничен. У продавца ситуация обратная: его выигрыш ограничен полученной премией, а проигрыш может быть каким угодно.

Форвардные и фьючерсные контракты (форварды и фьючерсы)

Форвардный контракт – договор, по которому одна сторона обязуется поставить товар (базовый актив) по заранее фиксированной цене в установленное время в будущем, а другая обязуется его оплатить. Фьючерсный контракт – стандартизированный форвардный контракт, которым торгуют на бирже. Т.е. форвард – внебиржевой, фьючерс – биржевой инструмент. Форвардные контракты достаточно широко используются на валютном рынке. Но их роль относительно невелика, в отличие от фьючерсов. Именно последние (наряду с биржевыми опционами) произвели революцию на финансовом рынке в начале 1970-х годов и в настоящее время образуют один из основных его сегментов.

Стандартизация означает, что торговля возможна только контрактами с определенными биржей условиями (размер контракта, единица торговли, даты поставки, минимальное движение цены контракта). Все сделки осуществляются через клиринговую (расчетную) палату, гарантирующую каждый контракт. Единственная возможность ликвидировать обязательства, вытекающие из

фьючерсного контракта, - совершить покупку или продажу аналогичного. Крайне редко контракты заканчиваются реальной поставкой. Фьючерсы - своеобразные пари, заключаемые участниками рынка по поводу того, как будут меняться цены.

Фьючерсная цена - это цена, которая фиксируется при заключении фьючерсного контракта. При заключении контракта фьючерсная цена может быть выше или ниже цены базисного актива в текущий момент (цены спот). Ситуация, при которой фьючерсная цена выше цены спот, называется *контанго*. Ситуация, при которой фьючерсная цена ниже цены спот, называется *бэквордэйшн*.

При торговле фьючерсными контрактами участники сделки (продавец и покупатель) обязаны внести своеобразный гарантийный взнос (первоначальное маржевое покрытие, **гарантийный депозит**), составляющий от 0,1% до 15% цены контракта. Ежедневно расчетная палата производит расчет по счетам участников и цена фьючерсного контракта изменяется на цену данного дня¹.

По мере приближения срока поставки цена фьючерсного контракта приближается к цене спот (цене наличного рынка). При этом одна сторона может выиграть от изменения цены, а другая проиграть. Гарантийный депозит гарантирует выплату этой разницы на ежедневной основе.

Предположим, продавец А продает покупателю Б один контракт на нефть (на 1000 баррелей) по цене 60 долл./бар. с поставкой через 3 месяца (т.е. стоимость контракта составляет 60000 долл.).

Через 3 месяца к моменту исполнения контракта цена нефти составляет 65 долл./бар. Продавец А несет убытки в размере 5000 долл. - либо прямые, если он не имел нефти и вынужден купить ее на рынке за 65 долл., чтобы продать за 60 долл./бар., либо в виде упущенной выгоды, если он имел эту нефть. Покупатель Б платит за нефть 60000, чтобы продать ее на наличном рынке за 65000.

Если ни А не собирался поставлять нефть, ни Б не намеревался ее реально принимать, стороны могут согласиться на перечисление разницы в 5000 долл. со счета А на счет Б. Возникает необходимость разового крупного платежа, что чревато осложнениями для продавца. Так вот гарантийный депозит и

¹ Эта процедура называется «приведение к рынку» (от англ. mark to the market)

предохраняет от таких осложнений, позволяя растянуть во времени выплату этой разницы.

Предположим, величина гарантийного депозита составляет 6000 долл. или 10% от стоимости контракта. Для простоты предположим, что в момент заключения контракта фьючерсная цена была равна цене наличного товара и оставалась неизменной 1 месяц. Через 1 месяц цена начала расти. Допустим, в какой-то день она выросла с 60 до 61 долл./бар. Если бы продавцу пришлось поставить нефть в этот день, он понес бы убытки в размере 1000 долл. Особенностью функционирования срочных рынков является ежедневное перечисление средств с маржевого счета. Эти 1000 долл. перечисляются со счета продавца на счет покупателя. На маржевом счете продавца остается 5000 долл. Расчетная палата посылает уведомление о необходимости восполнить депозит. Продавец перечисляет 1000 долл. Это так называемая **вариационная маржа**. На его счету снова 6000. На счете покупателя 7000.

На следующий день цена снова возросла на доллар, достигнув 62 долл./бар. И снова расчетная палата списывает 1000 долл. со счета продавца и перечисляет их на счет покупателя. И снова продавец обязан пополнить свой маржевый счет. В итоге перечисление этих 5000 долл. оказывается растянуто во времени, причем продавец начинает нести потери задолго до наступления срока поставки, точно так же как покупатель начинает получать прибыль.

Противоположный результат произойдет, если цена пойдет вниз: продавец будет выигрывать, покупатель проигрывать.

На самом деле стороны могут не дожидаться наступления срока поставки, закрыв свои позиции раньше. В нашем первом примере продавец А, видя, что несет потери, мог выйти из игры уже после первого повышения цены до 61 долл. за баррель, ограничив свои убытки 1000 долларами.

Стороны, заключающие фьючерсный контракт, строго говоря, не являются «покупателями» и «продавцами», поскольку каждая из них берет на себя твердое обязательство принять один актив (например, акции) и поставить другой актив (например, деньги). Однако по традиции сложилась такая терминология на рынке фьючерсов. О стороне, которая обязуется поставить базисный актив, говорят, что

она «продала фьючерс» или заняла «короткую позицию». О стороне, которая обязуется принять базисный актив, говорят, что она «купила фьючерс», или заняла «длинную позицию».

Являясь инструментом хеджирования, фьючерсы - привлекательный объектом для спекулянтов - профессиональных игроков финансового рынка. Причина этого заключается в эффекте рычага, которым обладают эти инструменты (gearing, leverage).

Применительно к фьючерсам рычаг заключается в том, что небольшая сумма, внесенная в виде маржи, дает потенциальный контроль над активом, стоимость которого может возрасти. Однако следует помнить о том, что рычаг действует и в другом направлении, увеличивая убытки, если расчеты участника сделки оказались неверны.

В рассмотренном нами примере в качестве базового актива выступала нефть. Фьючерсами на нефть торгуют на ряде бирж, прежде всего нью-йоркской NYMEX и на бирже ICE Futures в Лондоне. Однако большая часть фьючерсных контрактов – фьючерсы на процентные ставки, облигации, фондовые индексы.

В России основной фьючерсный рынок сосредоточен на РТС – упоминавшийся FORTS. Главными инструментами выступают фьючерсы на акции и фондовый индекс. На ММВБ торгуют фьючерсами на валюту.

Своп - это соглашение между двумя сторонами о проведении в будущем обмена платежами в соответствии с определенными в контракте условиями. Потоки денежных средств при этом, как правило, привязаны к стоимости долгового инструмента или же к стоимости иностранной валюты. Рынок свопов возник в 1982 г. и в настоящее время приобрел за рубежом колоссальные размеры. Есть он и в России, но пока в зачаточном состоянии.

Наибольшее распространение имеют процентные и валютные свопы.

Валютный своп представляет собой обмен номинала и фиксированного процента в одной валюте на номинал и фиксированный процент в другой валюте. Валютный своп включает в себя три разных вида денежных потоков:

- 1) на начальной стадии стороны обмениваются денежной наличностью;
- 2) стороны осуществляют периодические процентные выплаты друг другу на протяжении всего срока соглашения о свопе;

по окончании срока действия свопа стороны вновь обмениваются основной суммой.

Процентный своп представляет собой соглашение между сторонами о взаимных периодических платежах, определяемых на основе оговоренных процентных ставок и взаимно согласованной контрактной суммы. Процентный своп состоит в обмене долгового обязательства с фиксированной процентной ставкой на обязательство с плавающей ставкой. Стороны при этом обмениваются только процентными платежами, а не номиналами.

В качестве плавающей ставки в свопах чаще всего используется ставка ЛИБОР (LIBOR - London Interbank Offered Rate).

Рассмотрим две фирмы. У каждой из них имеется альтернативный способ получения заемных ресурсов – либо по фиксированной ставке, либо по плавающей. Первая компания имеет более высокий рейтинг, соответственно, она может получить более дешевые деньги и по фиксированной, и по плавающей ставке, чем вторая. Однако оценки инвесторами рисков по ссудам с плавающей и фиксированной процентной ставкой различаются. Отсюда возникает возможность использования т.наз. сравнительных преимуществ.

Пример

Компания ABC может получить финансирование по фиксированной ставке в 7% или по плавающей ставке (при этом заинтересована именно в плавающей ставке - ЛИБОР).

Компания XYZ из-за более низкого рейтинга, должна заплатить за ссуду 10% годовых или ЛИБОР + 1% (на самом деле заинтересована в фиксированной ставке).

ABC	XYZ
7%	10%
ЛИБОР	ЛИБОР+1%

Таким образом, первая компания может получить более дешевое финансирование, чем вторая компания на обоих рынках, но имеет сравнительные преимущества на рынке фиксированных ставок.

Первая компания получает кредит по 7%, но при этом соглашается заплатить ЛИБОР второй компании. Вторая, в свою очередь, заимствует деньги по ставке ЛИБОР + 1%, при этом обязуясь выплатить первой 8%.

Первая компания платит 7%, но получает 8% от второй фирмы. Платит ЛИБОР второй, но в итоге ее расходы составляют ЛИБОР - 1%, т.е. меньше, чем если бы она заимствовала непосредственно на рынке по плавающей ставке.

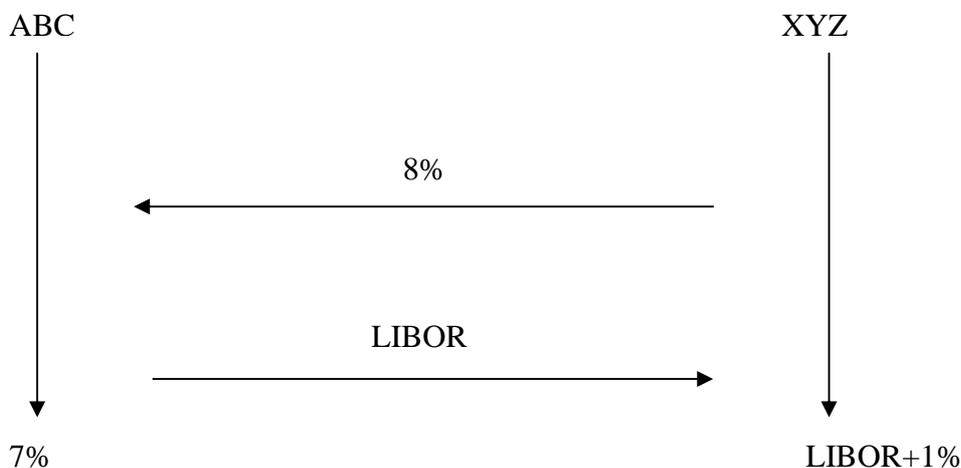
Вторая компания платит ЛИБОР +1%, но получает только ЛИБОР от первой, проигрывая 1%. Выплачивает 8% первой компании. Однако в итоге ее расходы составляют лишь 9%, а не 10%.

Т.е., используя технологию операции своп, обе фирмы сэкономили по 1% на стоимости заимствования. Возникновение возможности свопа обусловлено тем, что кредиторы на рынке плавающих ставок рассматривают иначе кредитоспособность заемщиков, нежели кредиторы с фиксированными ставками.

Приведенный пример является преувеличением. Реально сделки совершатся при сравнительном преимуществе в несколько базисных пунктов.

Как наши фирмы находят друг друга? Очевидно, с большим трудом. И тут возникает возможность для посредника, в первую очередь банка, который и выступает посредником в поиске партнеров.

Банк за свою услугу мог взять по 1/4% с обеих сторон, т.е. перевести первой фирме не 8%, а 7 3/4%, а второй - не ЛИБОР, а ЛИБОР - 1/4%. Но и в этом случае обе стороны остаются в выигрыше, а банк получает свои 0,5%.



На самом деле банк не занимается поиском контрагентов, а объявляет котировки по свопам. Например, дается котировка на 5-летний процентный долларовый своп 5,80/5,75. Это означает, что банк готов предоставить средства по ставке LIBOR взамен фиксированной ставки 5,80% или предоставить фиксированную ставку 5,75% в обмен на ставку LIBOR.

Рынок возник в начале 1980-х гг. и в настоящее время приобрел колоссальные размеры. Собственно, именно на своп-контракты и приходится большая часть внебиржевого рынка производных финансовых инструментов.

1.2. Структура и участники рынка ценных бумаг

Ценные бумаги, как специфический товар, обращаются на особом рынке – **рынке ценных бумаг или фондовом рынке**¹. Рынок ценных бумаг является **частью финансового рынка**, в составе которого обычно выделяют также валютный рынок, рынок банковских кредитов и страховой рынок.

С точки зрения сроков предоставления денежных ресурсов финансовый рынок делят на **денежный рынок** (ресурсы до года) и **рынок капиталов** (более года). На рынке ценных бумаг представлены инструменты, относящиеся как к денежному рынку, так и рынку капиталов.

Каждый рынок отличается не только своими инструментами, но и участниками. Рынок ценных бумаг обеспечивает перелив капитала от кредиторов (инвесторов) к заемщикам (эмитентам). Это перемещение денежных средств обеспечивают особые участники, которых можно определить как посредников и инфраструктурные организации. Общая схема организации рынка ценных бумаг представлена на рис.3.

Рис. 3. Структура участников рынка ценных бумаг

	ПОСРЕДНИКИ	
	Банки (универсальные, коммерческие, инвестиционные)	

¹ Некоторые авторы выделяют фондовый рынок из рынка ценных бумаг, сводя его только к акциям и облигациям.

Эмитенты (предприятия, государство)	<p>Компании по ценным бумагам (брокерско-дилерские компании)</p> <p>Компании по доверительному управлению ценными бумагами</p> <p>Консалтинговые компании (Брокерская деятельность, дилерская деятельность, деятельность по управлению ценными бумагами)</p>	Инвесторы (население, финансовые институты, нефинансовые компании)
	<p>ТОРГОВАЯ ИНФРАСТРУКТУРА</p> <p>Фондовые биржи (Деятельность по организации торговли)</p>	
	<p>РАСЧЕТНАЯ ИНФРАСТРУКТУРА (деятельность по определению взаимных обязательств (клиринг) депозитарная деятельность деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг)</p>	
	<p>ИНФОРМАЦИОННАЯ ИНФРАСТРУКТУРА</p> <p>Информационные, рейтинговые агентства</p>	
	<p>РЕГУЛЯТИВНАЯ ИНФРАСТРУКТУРА Правительство РФ, Федеральная служба по финансовым рынкам, Министерство финансов, Банк России, Федеральная антимонопольная служба Саморегулируемые организации (НАУФОР, НФА, ПАРТАД, НЛУ, АУВЕР)</p>	

Посредники на рынке ценных бумаг представлены различными финансовыми институтами, которых можно выделить банки и небанковские организации.

Важнейшими организациями рынка ценных бумаг выступают организаторы торговли, прежде всего биржи. Работа рынка ценных бумаг невозможна без организаций расчетной и информационной инфраструктуры. Наконец, в современных условиях фондовый рынок – объект самого жесткого регулирования как государственных органов, так и профессиональных организаций участников рынка – СРО.

Во всех странах деятельность на рынке ценных бумаг подлежит лицензированию. С 1996 г. в России в соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг» лицензируются следующие **виды деятельности**:

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

Таблица 8

Институты финансового рынка России

	Количество	Активы млрд.руб.
Банк России (1.06.08)	Центральный офис, 77 территориальных управлений, 736 РКЦ	13634
Кредитные организации* (1.09.2008)	1125	23282
Лизинговые компании (12.2007)	170	1154
Кредитные кооперативы (2007)	>2000	9-15
Брокеры-дилеры (компании по ценным бумагам)** (06.2006)	≈760	159 Члены НАУФОР
Страховые компании (1.01.2008)	857	776 (собранные премии)
Негосударственные пенсионные фонды	247(05.2008)	502 (06.2008)
Инвестиционные фонды (28.10.2008)	1085	712
Открытые и интервальные	585	69
Общие фонды банковского управления (28.10.2008)	189	7
Управляющие компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и НПФ (10.2008)	534	
Фондовые биржи (12.2007)	9	
Регистраторы (12.2007)	65	
Бюро кредитных историй (04.2008)	31	

*Действующие. Зарегистрированных – 1285. Почти все – банки

**Определено на основе количества лицензий на осуществления брокерской и дилерской деятельности, имеющихся у небанковских институтов. Реальное количество брокерско-дилерских компаний, активно работающих на рынке, менее 400 (являющихся членами НАУФОР)

***Два организатора торговли, входящие в одну группу, рассматривались как одна биржа

Брокерская деятельность - совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами от имени и за счет клиента или от своего имени и за счет клиента на основании возмездных договоров с клиентом. Профессиональный участник – брокер.

Дилерской деятельностью признается совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и/или продажи этих ценных бумаг. Профессиональный участник – дилер.

Под деятельностью по **управлению ценными бумагами** признается осуществление юридическим лицом от своего имени за вознаграждение в течение определенного срока доверительного управления переданными ему во владение и принадлежащими другому лицу в интересах этого лица: ценными бумагами; денежными средствами, предназначенными для инвестирования в ценные бумаги; денежными средствами и ценными бумагами, получаемыми в процессе управления ценными бумагами. Профессиональный участник – управляющий.

Деятельность по определению взаимных обязательств (клиринг) - сбор, сверка, корректировка информации по сделкам с ценными бумагами, подготовка бухгалтерских документов по ним, зачет взаимных требований участников торгов.

Деятельностью по ведению реестра владельцев ценных бумаг признаются сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг. Организации, занимающиеся этой деятельностью, называются регистраторами.

Реестр владельцев ценных бумаг представляет собой список зарегистрированных владельцев с указанием количества, номинальной стоимости и категории принадлежащих им именных ценных бумаг, составленный по состоянию на любую установленную дату и позволяющий идентифицировать этих владельцев, количество и категорию принадлежащих им ценных бумаг.

Регистратор ведет **лицевые** счета владельцев ценных бумаг. На **лицевом** счете указано число принадлежащих владельцу ценных бумаг и вся необходимая информация о владельце. Если произошла сделка купли-продажи, то смена владельца должна быть отмечена в реестре. Владелец ценных бумаг регистратор выдает **выписку из реестра**, которая не является ценной бумагой.

В реестре указаны владельцы ценных бумаг и номинальные держатели ценных бумаг. **Номинальный держатель** - лицо, зарегистрированное в системе ведения реестра и не являющееся владельцем в отношении этих ценных бумаг. Номинальными держателями могут быть профессиональные участники рынка ценных бумаг. В частности, им может быть депозитарий.

Держатель реестра имеет право потребовать предоставления от номинального держателя списка реальных владельцев. Без института номинального держателя была бы невозможна биржевая торговля ценными бумагами.

Депозитарной деятельностью признается оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету и переходу прав на ценные бумаги. Профессиональный участник – депозитарий.

Различают **расчетные и клиентские депозитарии**. Первые создаются при биржах и обеспечивают расчеты по ценным бумагам организаторов торговли. Вторые обслуживают клиентов профессиональных участников (брокеров и управляющих).

Деятельностью по организации торговли на рынке ценных бумаг признается предоставление услуг, непосредственно способствующих заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами между участниками рынка ценных бумаг.

Лицензированием профессиональных видов деятельности в России занимается Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР)¹. Профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг может заниматься только юридическое лицо. Некоторые виды деятельности являются

¹ До 2004 г. называлась Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКЦБ)

исключительными, например деятельность по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг. Возможно объединение некоторых видов деятельности. Например, допускается (и широко распространено) объединение 4 видов деятельности: брокерской, дилерской, по управлению ценными бумагами и депозитарной. Многие российские банки и небанковские компании по ценным бумагам (часто называются в России **инвестиционными компаниями**) осуществляют все 4 указанных вида деятельности.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг должны обладать минимально необходимым собственным капиталом (например, у дилера - 500 тыс. руб., у брокера – 5000 тыс. руб.) и иметь в своем штате сотрудников, имеющих квалификационный аттестат профессионального участника (для его получения необходимо сдать как минимум 2 экзамена в организациях, аккредитованных ФСФР)¹.

1.3. Инвестиционные фонды

В последние два десятилетия прошлого века во всех странах мира заметно выросли активы группы финансовых учреждений, которые в специальной литературе объединяются одним термином – **институциональные инвесторы**. К ним относятся **страховые компании, пенсионные фонды и институты коллективного инвестирования**. Наиболее быстрыми темпами росли активы последней группы.

Институты коллективного инвестирования могут иметь разную организационно-правовую форму (с образованием и без образования юридического лица), разные названия, но суть их одна – объединение денежных средств большого (как правило) числа инвесторов с помощью выпуска собственных ценных бумаг или иных инструментов, передача их на условиях доверительного управления профессиональному управляющему и размещение этих средств в различные активы (прежде всего в акции и облигации).

¹ Учебный центр НАУФОР, Учебный центр Скрин, МФЦ, Институт фондового рынка и управления, Финансовая академия при Правительстве РФ и др.

Важнейшей группой учреждений такого типа выступают **инвестиционные фонды**. Это обобщенное понятие, поскольку, опять же, названия в разных странах могут быть разными.

Два основных типа инвестиционных фондов – открытые и закрытые. Первые постоянно продают и покупают собственные ценные бумаги исходя из величины стоимости чистых активов фонда. Т.е. инвестор, купивший бумагу такого фонда (акцию, пай и пр.) может в любой момент продать ее обратно управляющему, который обязан ее выкупить. В закрытых фондах такого обязательства фонда перед своими инвесторами нет и инвестор должен сам находить покупателя такого инструмента на рынке. Наибольшее распространение во всем мире получили открытые фонды, хотя в ряде стран (Германия, Россия) по стоимости активов преобладают именно закрытые.

Наиболее развиты инвестиционные фонды в США, Франции, Канаде (табл.9).

Таблица 9

Стоимость чистых активов открытых инвестиционных фондов (конец года)
(млн.долл.)

	2001	2003	2005	2007	2008*
Великобритания	316,7	396,5	547,1	897,5	655,3
Германия	213,7	276,3	296,8	372,1	284,0
Испания	159,9	255,3	316,9	396,5	308,0
Италия	359,9	478,7	450,5	419,7	306,8
Канада	267,9	338,4	490,5	698,4	605,9
США	6975	7414,4	8905,2	12020,9	10688,7
Франция	713,4	1148,4	1362,7	1989,7	1722,7
Япония	343,9	349,1	470,0	714,0	622,6
Бразилия	148,2	171,6	302,9	615,4	579,2
Индия	15,3	29,8	40,5	108,6	65,6
Корея	119,4	121,7	199,0	330,0	246,2
Мексика	31,7	32	47,2	75,4	81,6
Польша	3	8,6	17,7	45,5	27,4
Россия**	0,3	0,9	2,4	7,2	3,9
Тайвань	49,7	76,2	57,3	58,3	47,4
Турция		14,2	21,7	22,6	19,5
ЮАР	14,6	34,5	65,6	95,2	77,6
Все страны, вкл. прочие	11654,9	14048,3	17771,4	26150,9	21661,0

*3 кв.

**Открытые и интервальные.

Источник: ICI Fact Book за ряд лет (www.ici.org)

В России институты коллективных инвестиций представлены инвестиционными фондами и общими фондами банковского управления. Причем, как свидетельствует табл.8, абсолютно преобладают (по активам) именно инвестиционные фонды.

Нормативная база деятельности инвестиционных фондов в России основана на Законе «Об инвестиционных фондах» 2001 г. Согласно ему, в России могут существовать два вида инвестиционных фондов – акционерные инвестиционные фонды и паевые инвестиционные фонды (ПИФ).

Акционерные инвестиционные фонды – открытые акционерные общества, исключительным предметом деятельности которых является инвестирование в ценные бумаги. Выпускают только обыкновенные акции. Требования выкупа акций у акционеров возможны только в рамках Закона об акционерных обществах, т.е. если они голосовали против реорганизации общества, но решение было принято (а также при изменении инвестиционной декларации, если они голосовали против или отсутствовали). В России акционерные инвестиционные фонды не получили распространения (не более 5 в 2006 г.)

Паевой инвестиционный фонд вообще не является юридическим лицом. Это обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании (УК) учредителем (учредителями) доверительного управления, т.е. инвесторов, в обмен на выдаваемую управляющей компанией ценную бумагу – инвестиционный пай. Покупка инвестиционного пая и означает, что инвестор присоединяется к договору доверительного управления.

Инвестиционный пай является именной ценной бумагой, удостоверяющей долю его владельца в праве собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления паевым инвестиционным фондом, право на получение денежной компенсации при прекращении договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом со всеми

владельцами инвестиционных паев этого паевого инвестиционного фонда (прекращении паевого инвестиционного фонда). Инвестиционный пай не является эмиссионной ценной бумагой. Инвестиционный пай не имеет номинальной стоимости.

Срок действия договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом, указываемый в правилах доверительного управления паевым инвестиционным фондом, **не должен превышать 15 лет.**

ПИФы могут быть **открытыми, интервальными и закрытыми.** УК открытого ПИФ обязана ежедневно выкупать паи у пайщиков исходя из стоимости чистых активов (СЧА), приходящихся на один пай. В интервальном фонде выкуп может производиться с определенной периодичностью, но не реже раза в год, причем прием заявок на выкуп не может быть менее 14 рабочих дней.

Открытые ПИФы имеют право помещать средства пайщиков только в высоколиквидные ценные бумаги, входящие в котировальные листы фондовых бирж, и в депозиты банков. Для интервальных диапазон приобретаемых бумаг немного шире.

Недвижимое имущество и имущественные права на недвижимое имущество могут входить **только в состав активов акционерных инвестиционных фондов и активов закрытых паевых инвестиционных фондов.**

Для того чтобы обезопасить средства пайщиков, управление ими и их хранение осуществляются разными организациями. Все ценные бумаги фонда учитываются в особой организации – **специализированном депозитарии**, которая не только хранит ценные бумаги, но и контролирует все операции со средствами ПИФа. Если УК захочет провести сделку, которая не соответствует инвестиционной декларации фонда или противоречит законодательству, депозитарий не даст на нее согласия и заблокирует сделку.

Благодаря этому принципу, а также жесткому контролю со стороны государства (в лице ФСФР) за все время работы российских паевых фондов не было ни одного случая скандала или обмана пайщиков.

Сами паи, как именные ценные бумаги, учитываются в реестре, который ведет специализированная компания – **специализированный регистратор** (эту функцию может выполнять и специализированный депозитарий).

Правильность ведения учета и отчетности УК проверяет **аудитор**.

В закрытых и интервальных фондах ту часть имущества, которая не имеет рыночной стоимости, оценивает **независимый оценщик**.

Сами паи может продавать и выкупать либо УК, либо, по договору с ней, этим могут заниматься **агенты** (банки или небанковские профессиональные участники рынка).

Стоимость чистых активов фонда равна стоимости всего имущества фонда минус кредиторская задолженность и резервы предстоящих расходов и платежей (самая большая статья – вознаграждение управляющему¹). Исходя из СЧА определяется расчетная стоимость пая, по которой он продается или выкупается (СЧА/количество паев).

При продаже пая УК или агент УК может брать надбавку к расчетной стоимости пая (не более 1,5%). Аналогично при погашении взимается скидка к расчетной стоимости (не более 3%).

С точки зрения объектов инвестирования фонды делятся на следующие группы: акций, облигаций, смешанные, индексные, денежные (денежного рынка), фонды фондов, недвижимости, венчурные, прямых инвестиций. Все типы фондов представлены в России.

Российская индустрия инвестиционных фондов с 2003 г. демонстрировала рекордные темпы роста, пока в 2008 г. не наступил финансовый кризис (рис.4,5)². Количество т.наз. «рыночных» пайщиков, т.е. тех, кто заплатил деньги и купил пай (нерыночные пайщики – бывшие акционеры чековых

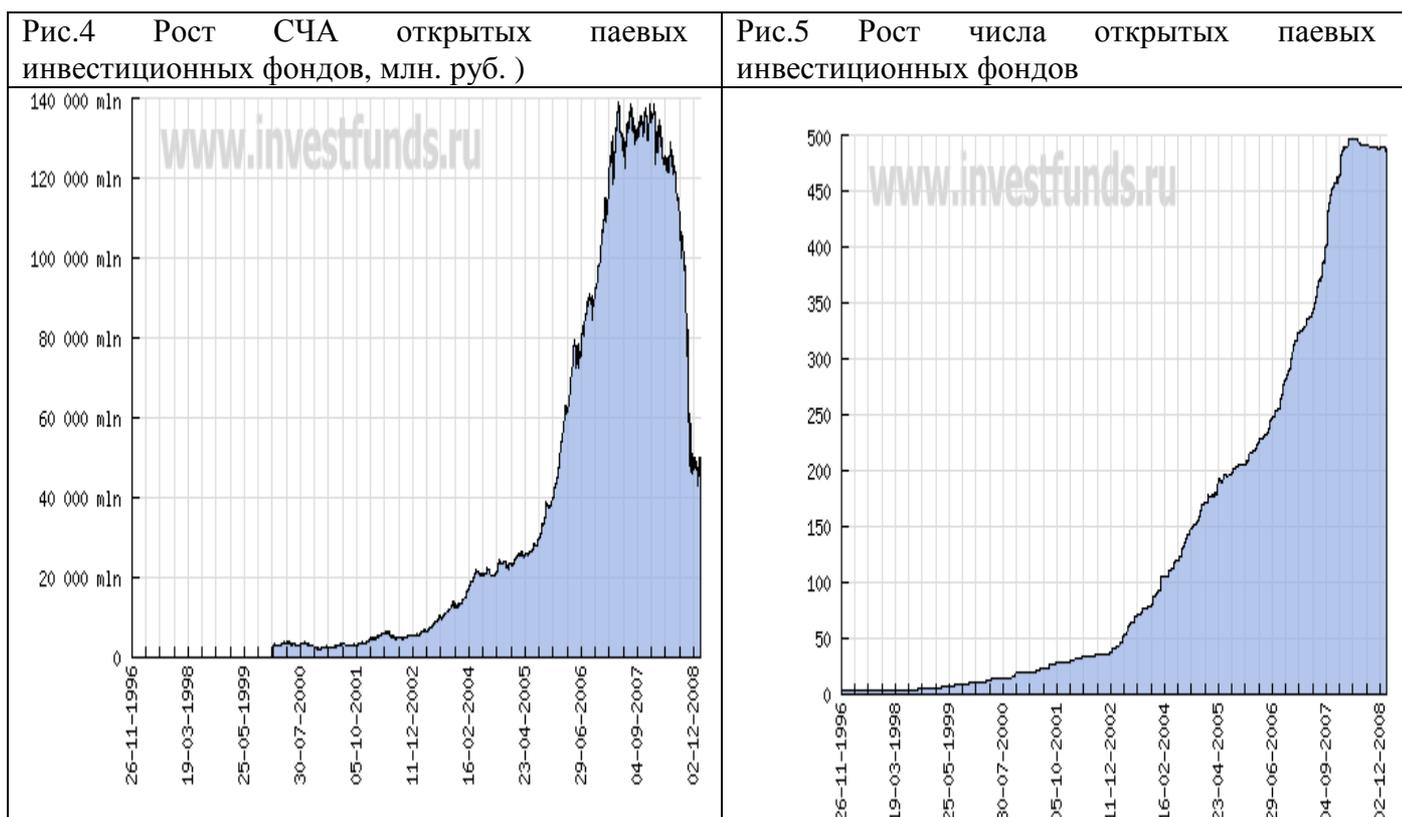
¹ Реально вознаграждение управляющему в России не превышает 3% среднегодовой СЧА.

² www.investfunds.ru

инвестиционных фондов) выросло с нескольких десятков тысяч в первой половине десятилетия до полумиллиона к концу 2007 г.

93% стоимости чистых активов российских ПИФов в начале 2009 г. приходилось на закрытые (преимущественно акций, недвижимости и прямых инвестиций), которые, однако, в российских условиях едва ли можно назвать институтами коллективного инвестирования. Фактически это инструменты «оптимизации» налоговых платежей. Собственность «упаковывается» в форму ПИФа, которые, не являясь юридически лицом, не платит налогов.

Крупнейшие УК России по СЧА – «Менеджмент-Центр» и «Менеджмент-Консалтинг». Крупнейшая УК в группе открытых и интервальных фондов – «Уралсиб»^{1, 2}



¹ Информация о ПИФах раскрывается через сайты Национальной лиги управляющих (www.nlu.ru) и информационного агентства CBONDS www.investfunds.ru

² Подробнее об инвестиционных фондах см. Капитан М., Барановский Д. паевые фонды: современный подход к управлению деньгами. — СПб.: Питер, 2005. Абрамов А.Е. Инвестиционные фонды: Доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005.

--	--

Источник: www.investfunds.ru

Общие фонды банковского управления

Согласно Инструкции Банка России №63 (единственный специализированный документ, регламентирующий деятельность ОФБУ), ОФБУ «признается имущественный комплекс, состоящий из имущества, передаваемого в доверительное управление разными лицами и объединяемого на праве общей собственности, а также приобретаемого доверительным управляющим при осуществлении доверительного управления». Определение очень похоже на определение ПИФа, т.к. и тот и другой представляют собой фонды коллективного инвестирования.

Суть инвестирования в ОФБУ сводится к тому, что инвестор, вкладывая свои средства в ОФБУ, получает так называемый **сертификат долевого участия**, который дает ему право на долю имущества в фонде. Этот **сертификат не является ценной бумагой** и не может быть продан на рынке, однако его можно завещать, или же просто переоформить на другое лицо. Срок действия сертификата определяется условиями договора. Опять же, в зависимости от условий договора банк может в определенные периоды погашать сертификаты (т.е. режим напоминает интервальный ПИФ). ОФБУ значительно менее регламентированы в своей деятельности. Они могут вкладывать средства в драгоценные металлы, срочные инструменты, иностранные ценные бумаги.

Есть некоторые требования к банкам, которые могут создавать ОФБУ – по капиталу, сроку деятельности. Несмотря на более быстрый рост ОФБУ по сравнению с ПИФ, по СЧА и количеству участников они значительно уступают (середина 2008 г. : 185 шт., СЧА 17 млрд.руб. , 30 тыс. участников)¹.

2 Фондовая биржа

2.1. Сущность фондовой биржи и ее значение в рыночной экономике

Фондовая биржа – организованный рынок, созданный его профессиональными участниками для торговли ценными бумагами. В настоящее

¹ www.investfunds.ru

время в большинстве стран фондовая биржа – центральное звено вторичного рынка акций, а в некоторых странах - и облигаций.

Исторически предшественниками фондовых бирж выступали специализированные средневековые ярмарки, на которых производилась торговля векселями и монетами разных стран (Венеция, Флоренция, Генуя, Франкфурт). Со временем появляются и биржи как специализированные постоянно действующие рынки для торговли определенными товарами, в том числе и ценными бумагами (поначалу векселями и долговыми бумагами государства).

Сам термин “биржа”, согласно наиболее распространенной версии, происходит от фламандского слова *burse*, означающего кошелек. Известно, что в городе Брюгге в XV в. проживала купеческая семья *Van der Burse*, на гербе которой были изображены три кожаных кошелька. Торговые собрания, проходившие на площади возле их дома, получили название *Bursa*. С тех пор слово вошло во многие языки мира (Германия – *Börse*, Франция – *Bourse*, Италия – *Borsa*, Испания – *Bolsa*). В англоязычных странах это слово, однако, не прижилось (*burse* используется крайне редко). Здесь основной термин - *exchange* (что означает обмен).

Первые биржи появились в Антверпене и Лионе в XVI в., но в силу ряда причин вскоре прекратили свое существование. **Старейшей биржей из существующих и поныне** считается Амстердамская биржа. Обычно годом ее создания называют 1611, когда амстердамские купцы для совершения операций по купле – продаже ряда товаров построили специальное здание. Вплоть до Первой мировой войны Амстердамская биржа была биржей универсальной. На ней торговали различными товарами. Из ценных бумаг на бирже были поначалу представлены акции голландской Ост-Индской и Вест-Индской компаний, английской Ост-Индской компании и долговые обязательства правительства Голландии и администраций голландских городов.

Универсальный характер был свойствен многим биржам в прошлом. Так, в дореволюционной России все биржи (более 100) были универсальными. До начала XIX в. Парижская биржа являлась также универсальной. То же можно сказать и о бирже во Франкфурте. В настоящее время бóльшая часть бирж –

специализированные: либо фондовые (таких большинство), либо товарные (менее двух десятков).

Первой специализированной фондовой биржей считается Лондонская фондовая биржа. Официальный год ее создания – 1773. Во всяком случае, арендованное английскими брокерами для торговли ценными бумагами помещение в центре лондонского Сити именно тогда впервые было названо фондовой биржей (London Stock Exchange).

В 1792 г. была создана ведущая в настоящее время и самая известная фондовая биржа – Нью-Йоркская (New York Stock Exchange)¹. В 1878 г. основана Токийская фондовая биржа. В России первая биржа основана в 1703 г. при Петре I в Санкт-Петербурге как товарная биржа, но после его смерти закрылась. В начале XIX в. биржа в Санкт-Петербурге открывается снова и остается крупнейшей в Российской империи.

В 1917 г. начинается новый период в развитии нашей страны. Большая часть рыночных институтов, к числу которых относятся и биржи, была упразднена. В период НЭПа часть из них была восстановлена, но к концу 1920-х годов закрыта. Вновь в России открываются фондовые биржи России в начале 90-х годов (формально, первая – в 1991 г.).

Почему возникает биржа, в том числе фондовая? Дело в том, что сведение в одно место покупателей и продавцов позволяет точнее определить справедливую (с экономической точки зрения) цену на товар, что увеличивает эффективность обмена. Это также увеличивает ликвидность товара, т.е. его способность быть быстро проданным.

Кроме того, с ростом товарообменных операций у торговых посредников возникает потребность в упорядочении торговли, выработке определенных правил, норм и стандартов. Биржа как раз и является такой организацией, где ее члены устанавливают правила торговли, которых обязуются строго придерживаться, договариваются о **единице торговли (лоте)**, условиях поставки товара, расчетов за него. Характерной чертой фондовой биржи вплоть до 70-80-х

¹ Это название, впрочем, появилось лишь в середине XIX в. А тогда, в мае 1792 г., группа нью-йоркских брокеров, собравшись под большим платаном на улице Уолл-стрит, договорилась о проведении операций в одном месте, в определенные часы, по определенным правилам и о фиксированной ставке комиссионных для своих клиентов. Эту дату и принято считать за “день рождения” Нью-Йоркской фондовой биржи.

годов XX в. являлся торговый зал, где торговля велась путем гласного объявления цен, с регистрацией сделок, взиманием фиксированных комиссионных в пользу членов биржи.

Однако не каждый товар может служить объектом биржевой торговли, а только достаточно однородный, массовый, взаимозаменяемый и делимый. Вот почему классическими биржевыми товарами стали зерно, кофе, какао, нефтепродукты, металлы. Всеми перечисленными свойствами обладают акции и облигации, превратившиеся в предмет биржевой торговли практически одновременно с их появлением на рынке в XVII в.

До середины XIX в. основными бумагами, которыми торговали на биржах, были долговые обязательства государства, акций было еще очень мало. Лишь со второй половины XIX в., когда акционерное общество становится ведущей формой организации крупного капиталистического предприятия, биржа превращается в основной рынок для акций. В настоящее время в большинстве стран на фондовых биржах совершается большая часть сделок с акциями. Что касается облигаций, то здесь картина иная: в США на фондовые биржи приходится ничтожная доля оборота, сделки происходят на внебиржевом рынке; в других странах на фондовую биржу приходится большая часть сделок (в России рынок рублевых облигаций почти на 100% биржевой), в третьих активно развит как биржевой, так и внебиржевой оборот облигаций.

В начале XX в. в каждой крупной стране насчитывалось несколько фондовых бирж (в США несколько десятков). После Второй мировой войны повсеместно происходит процесс слияний фондовых бирж, в результате чего во многих странах осталась всего одна фондовая биржа. Так, в Великобритании формальное объединение всех действовавших здесь фондовых бирж произошло в 1973 г., в Австралии - в 1987 г., во Франции - фактически в 1991 г., в Швейцарии и Италии - в середине 90-х годов. Общее количество фондовых бирж в США сократилось с 38 в начале 30-х годов до 7 в настоящее время. Но и в тех странах, где действует несколько бирж, на 1-2 крупнейшие приходится львиная доля торговли. Так в США 95% оборота акциями совершается на Нью-Йоркской фондовой бирже и НАСДАК, в Германии основной оборот сосредоточен на

Немецкой бирже (Франкфурт-на-Майне), Индии – Национальной фондовой бирже и Бомбейской фондовой бирже.

В России в 2009 г. насчитывалось 9 фондовых бирж, причем почти вся торговля акциями приходится на ММВБ и РТС, облигациями – на ММВБ.

В 2000 г. процессы концентрации пошли еще дальше: фондовые биржи Парижа, Амстердама и Брюсселя образовали межнациональную биржу Euronext, в 2001 г. к ней присоединилась биржа Лиссабона. В 2002 г. Euronext приобрела английскую фьючерсно-опционную биржу LIFFE¹ и последняя стала называться Euronext.LIFFE.

В начале 2007 Нью-Йоркская фондовая биржа объединилась с биржей Euronext, возник холдинг NYSE Euronext, который позиционирует себя как первую глобальную биржу. Впрочем, объединение произошло только на уровне капитала. Функционально обе биржи работают в прежнем режиме и являются по-прежнему независимыми рынками (тем не менее, с мая 2007 г. на биржах в Нью-Йорке и в Европе торгуются акции объединенной группы NYSE Euronext).

В странах Северной Европы произошло объединение бирж Швеции, Дании Финляндии, Эстонии, Латвии, Литвы плюс Исландии (группа OMX). В 2008 г. американская биржа NASDAQ приобрела последнюю, образовав второй глобальный биржевой холдинг NASDAQ OMX.²

Какая биржа больше? Ответить на этот вопрос не так просто, поскольку на одних биржах торгуют в основном или исключительно акциями (США), на других - акциями и облигациями, на третьих – и акциями, и облигациями, и производными финансовыми инструментами (деривативами).

В торговле акциями наиболее распространенный критерий для сравнения - **капитализация**, т.е. совокупная курсовая стоимость акций, имеющих *листинг*

¹ London International Financial Futures and Options Exchange (читается «лайф»).

² Одновременно с процессами консолидации среди фондовых бирж, появляются новые организаторы торговли – альтернативные торговые системы (ATS, ECN). Некоторые из них преобразуются в полноценные фондовые биржи. Так, созданная в 2005 г. США в штате Канзас альтернативная торговая система BATS в 2008 г. получила у Комиссии по ценным бумагам и биржам лицензию фондовой биржи и по итогам декабря 2008 г. заняла 3 место в мире по обороту торговли акциями.

(т.е. торгуемых) на данной бирже. В соответствии с этим критерием крупнейшей биржей мира является Нью-Йоркская фондовая (табл.10).

Второй критерий сравнения – величина оборота акциями. Поскольку принципы учета отличаются на различных биржах, показатели оборота не всегда сопоставимы, тем не менее, на общую картину это не влияет. Здесь также бросается в глаза абсолютное лидерство американских рынков. Нью-Йоркская фондовая биржа и НАСДАК занимают первые места в биржевой таблице о рангах. На третьем месте Лондонская фондовая биржа, занимающая при этом первое место в торговле акциями иностранных эмитентов.¹

В торговле облигациями первые места занимают европейские биржи. В России фондовые биржи превратились в основные центры торговли облигациями некоторых видов. Так, торговля государственными облигациями производится в рамках системы валютных бирж, центром которой выступает Московская межбанковская валютная биржа. На фондовых биржах торгуют и облигациями субъектов федерации (Москвы, Санкт-Петербурга, ряда республик и областей). ММВБ – основной центр торговли корпоративными облигациями. Общий оборот торговли всеми облигациями на ММВБ за 2008 г. составил 590 млрд.долл. В целом отметим, что **ММВБ превратилась в крупнейшую биржу стран Центральной и Восточной Европы.**

Таблица 10

Крупнейшие фондовые биржи мира, млрд.долл. 2008 г.

	Капитализация акций национальных эмитентов, млрд.долл., декабрь	Количество национальных листинговых компаний, декабрь	Количество иностранных компаний в листинге, декабрь	Оборот торговли акциями, млрд.долл.
Нью-Йоркская фондовая биржа	9209	2596	415	33639
Токийская фондовая биржа	3116	2374	16	5586
НАСДАК	2396	2616	336	36446
Евронекст	2102	1002	236	4454
Лондонская фондовая биржа	1868	2415	681	6474
Шанхайская фондовая биржа	1425	864	0	2587
Гонконгская биржа	1329	1251	10	1629

¹ Помимо этого Лондон – ведущий мировой банковский центр, а также лидер международной торговли валютой и облигациями.

Немецкая биржа	1111	742	90	3881
Торонтская биржа (TSX)	1033	3755	86	1736
Испанская биржа	948	3536	40	2439
Швейцарская биржа	880	253	70	1510
Австралийская биржа	693	1924	85	1259
Бомбейская фондовая биржа	647	4921	0	309
Биржа Сан-Пауло (BOVESPA)	592	383	9	750
OMX	563	801	23	1335
<i>Для справки</i>				
ММВБ	333	247	0	1237
РТС	303	285	0	10

Источник: World Federation of Exchanges, Euronext, CBONDS, ММВБ, РТС

Что касается торговли фьючерсами и опционами, то здесь достаточно сложно выделить лидеров, поскольку очень велико количество показателей, по которым можно сравнивать биржи. Отметим лишь самые крупные (без точного ранжирования, табл.11). В России основной деривативной биржей является РТС (FORTS), но ее обороты по фьючерсам и опционам на порядки ниже, чем на указанных биржах.

Таблица 11

Крупнейшие биржи финансовых деривативов по обороту

Биржа	Страна
Chicago Mercantile Exchange	США
Euronext.LIFFE	Великобритания
Eurex	Германия/Швейцария
The Korea Stock Exchange	Корея
Singapore Exchange	Сингапур
Chicago Board Options Exchange	США
Sydney Futures Exchange	Австралия
Tokyo Stock Exchange	Япония
Montreal Exchange	Канада
Bolsa de Mercadorias & Futuros	Бразилия
Tokyo Int. Financial Futures Exchange	Япония

2.2. Организационное устройство и основные принципы работы фондовой биржи

В различных странах организационное устройство фондовой биржи заметно отличается. По форме это может быть компания, товарищество, ассоциация,

государственное учреждение. Общемировая тенденция состоит в преобразовании фондовых бирж в компании. В 70-90-е годы целый ряд бирж изменил свое организационное устройство, преобразовавшись из ассоциаций и государственных организаций в корпорации.

В самом конце 90-х годов возникла новая тенденция – преобразования фондовых бирж в открытые акционерные общества с продажей их акций широкому кругу инвесторов. Сегодня можно свободно купить акции Лондонской фондовой биржи (LSE), Немецкой биржи (DB), NYSE Euronext, NASDAQ OMX на этих же биржах.

Соответственно, если в прошлом биржи часто были некоммерческими организациями (т.е. не распределяли прибыль между членами/собственниками), то с настоящее время они превратились в классические бизнес-организации.

В России в соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг» биржа может быть организована либо как некоммерческое партнерство (в этом случае прибыль между членами не распределяется), либо как акционерное общество. В России есть биржи в той и другой форме, при этом если это акционерное общество, то (пока) только закрытое.

Основной функцией фондовой биржи является организация самого рынка ценных бумаг и определение “справедливой” рыночной цены, но кроме этих фондовая биржа выполняет и ряд других функций, например, надзор за членами биржи, в том числе за их финансовой устойчивостью, поддержание профессионализма участников биржевой торговли, распространение информации о ценных бумагах, их эмитентах и т.д.

Кто является членом биржи? Некоторые биржи предусматривают возможность только личного членства (правда, это все больше уходит в прошлое). На других биржах в качестве членов допускаются только организации (юридические лица), на третьих – и те и другие.

В прошлом в ряде стран Европы существовал запрет на членство банков на фондовой бирже. По существовавшему законодательству во многих странах (за исключением Германии, Швейцарии и Австрии) членами бирж могли быть только специализированные фирмы – компании по ценным бумагам. В настоящее

время в рамках Европейского Союза эти ограничения сняты, и членом любой биржи может стать как банк, так и компания по ценным бумагам. Банки не являются членами бирж в США, Японии. (Но ими могут быть дочерние брокерско-дилерские компании банков).

В России членами фондовых бирж могут быть только юридические лица - профессиональные участники рынка ценных бумаг – банки и инвестиционные компании (брокерско-дилерские компании), имеющие лицензию на совершение либо брокерской, либо дилерской деятельности, либо деятельности по управлению ценными бумагами. При этом приказы инвесторов - нечленов биржи поступают на нее только через брокеров.

Далеко не каждая ценная бумага может являться предметом биржевой торговли. На фондовой бирже торгуют лучшими ценными бумагами лучших эмитентов. Процедура допуска той или иной бумаги к торговле на фондовой бирже (или, как говорят, включения в котировальный бюллетень биржи) носит название **листинг**. Каждая биржа предъявляет собственные требования к ценным бумагам, включаемым в листинг, однако общие принципы везде одинаковы. Предъявляются требования к величине эмитента, его рентабельности (он должен быть прибыльным), к количеству выпущенных ценных бумаг (относится к акциям), находящимся у широкого круга инвесторов, истории существования эмитента. Эмитент, чьи ценные бумаги получают листинг, обязуется регулярно предоставлять отчеты о своей деятельности, а также сообщать на биржу о всех событиях, способных повлиять на цену его бумаг.

Наиболее жесткие требования листинга – на Нью-Йоркской фондовой бирже. Они едины для всех эмитентов. На многих европейских биржах, в том числе в России, существует понятие параллельного рынка (второй, третий, свободный и т.п.). Его образуют ценные бумаги менее “качественных” эмитентов. К таким бумагам также предъявляются определенные требования, но более низкие. Это как бы листинг более низкого уровня (в США, повторим, этого нет). В Европе существует также понятие просто “доступа в торговую систему” биржи. В России установлены следующие уровни: котировальный лист А (1 и 2 уровня), котировальный лист Б и котировальный лист В (табл.12). Кроме того, есть

понятие торговли вне списка (вне котировального листа. Для примера приведем требования к акциям эмитентов, установленные в России регулятором (ФСФР).

Таблица 12

Минимальные требования листинга на российских биржах

Котировальный лист	A1	A2	Б	В
Макс. доля обыкновенных акций, находящихся во владении 1 лица и его аффилированных лиц	75%	75%	90%	90% (после IPO)
Миним. ежемесячный объем сделок, рассчитанный по итогам последних 3 мес.	25 млн.руб.	2,5 млн.руб.	1,5 млн.руб.	-
Отсутствие убытков по итогам 2х лет их последних 3х	Треб.	Треб.	Не треб.	Не треб.
Капитализация обыкновенных акций	10 млрд.рубб.	3 млрд.руб.	1,5 млрд.руб.	-
Наличие год фин. отчетности по стандартам IAS или GAAP	Треб.	Треб.	Не треб.	Не треб.
Миним. срок существования эмитента	3 г.	3 г.	1 г.	3 г.
Обязательство по предоставлению списка аффилированных лиц	Треб.	Треб.	Треб.	Треб.
Соблюдение норм корпоративного поведения	На момент подачи заявления	На момент подачи или о обязательстве по соблюдении по истечении 1 года после включения		На момент подачи заявления

Инициатива в получении листинга исходит обычно от самого эмитента. За листинг вносится единовременная и ежегодная плата. Эмитент может отказаться от поддержания листинга или биржа сама вправе исключить эмитента из листинга, если он не выполняет ее требования или по своим показателям перестает отвечать требованиям биржи. Такая процедура называется *делистинг*.

Листинг может быть получен на одной или на нескольких биржах. В последние десятилетия в мире наблюдается тенденция получения листинга крупнейшими эмитентами на нескольких зарубежных биржах. Так, акциями американских эмитентов торгуют на биржах Великобритании, Германии, Франции, Японии и т.п., а акциями эмитентов из этих стран – в США. Но при этом все же, в большинстве крупных стран акциями национальных эмитентов торгуют в основном на национальном рынке. Исключение представляют акции эмитентов малых стран Западной Европы: основной оборот приходится на Лондонскую фондовую биржу. По итогам за 1998-1999, 2003-2004 гг. оборот торговли российскими акциями на зарубежных биржах (Лондон, Нью-Йорк,

Франкфурт и Берлин) превышал оборот торговли на российских биржах. В 2005-2008 гг. большая часть торговли российскими акциями была осуществлена в России.

Для чего компании стремятся получить листинг на фондовой бирже? Дело в том, что это не только повышает известность фирмы. Главное – это облегчает в дальнейшем размещение на рынке новых акций, т.е. привлечение нового капитала. Однако листинг накладывает на компанию и обязательства, о которых говорилось выше, а также сопровождается некоторыми расходами. Для мелких фирм, чьи акции находятся в руках одного или нескольких инвесторов, выпуск новых акций означает риск утраты контроля над компанией, поэтому они и не проводят открытую подписку на свои акции. А значит, листинг на бирже им не нужен. Как отмечалось ранее, количество компаний, имеющих листинг на фондовых биржах, составляет лишь малую долю от их общего количества (в мире насчитывается несколько сотен тысяч, если не миллионов акционерных обществ). Однако это крупнейшие компании, определяющие развитие мировой экономики: General Electric, IBM, Intel, Exxon, General Motors, British Petroleum, Shell, Daimler-Chrysler, BMW и т.п. Больше всего листинговых акций в НАСДАК (3000, а было раньше более 5000)

В листинг российских бирж также входят наиболее крупные российские компании. В силу специфики современной российской экономики более 90% капитализации и оборота приходится всего на несколько компаний энергетического сектора: Газпром, РАО ЕЭС, Лукойл. Тем не менее, количество компаний, выходящих на биржу, в текущем десятилетии неуклонно растет.

Любая фондовая биржа - это не только торговая система, позволяющая свести вместе покупателей и продавцов ценных бумаг. Она также выполняет функции расчетного и информационного центра.

На современных биржах за день осуществляются сотни тысяч сделок. Один и тот же член фондовой биржи может совершить несколько сот сделок с одной и той же ценной бумагой, выполняя заявки своих клиентов на ее куплю-продажу. Каждая сделка должна сопровождаться движением денежных средств от покупателя к продавцу и бумаг - от продавца к покупателю. На самом деле

расчеты производятся не по каждой сделке, а по итогам рабочего дня, когда выводится сальдо по каждому участнику. Эти функции выполняет расчетная (расчетно - клиринговая) палата фондовой биржи, являющаяся ее важнейшим элементом. В некоторых странах расчетная палата непосредственно входит в структуру биржи (такая схема, например, реализована на Франкфуртской фондовой бирже, Парижской фондовой бирже, ММВБ), в других - это формально или реально независимая организация (США, Великобритания).

Что касается ценных бумаг, то особенностью современной биржевой торговли является централизация их хранения и расчетов через **централизованный депозитарий**, что позволяет не переоформлять права собственности на сертификатах ценных бумаг или в реестрах. Ценные бумаги применной форме выпуска зарегистрированы в реестре на имя этого централизованного депозитария и учитываются/хранятся в нем. Переход права собственности на ценные бумаги отражается на так называемых счетах-депо в этом депозитарии, принадлежащих членам биржи. Крупнейшим централизованным депозитарием, обслуживающим Нью-Йоркскую фондовую биржу, НАСДАК и Американскую фондовую биржу, является Депозитарно-доверительная компания (Depository Trust Company). Аналогичная система действует и в случае предъявительских ценных бумаг. Они также обездвижены в централизованном депозитарии, и переход права собственности на них отражается на счетах-депо. (Например, в Германии).

В Европе два крупнейших депозитария – Euroclear (обслуживает рынок международных ценных бумаг, биржу Euronext, Лондонскую фондовую биржу) и Clearstream (международные ценные бумаги, бумаги немецких эмитентов).

В России централизованный депозитарий не создан, но действуют депозитарии при биржах (Национальный депозитарный центр - ММВБ, Депозитарно-клиринговая компания - РТС).

Что касается государственных облигаций, то они практически повсеместно выпускаются только в бездокументарной форме и регистрируются в централизованном депозитарии. Так в России ГКО, ОФЗ, облигации Банка России существуют лишь в виде записи на счетах-депо депозитария ММВБ. В США

функции депозитарной системы для государственных облигаций выполняет центральный банк – Федеральная Резервная Система, правда там, как отмечалось выше, биржи практически не играют никакой роли в их торговле.

Таким образом, торговые, расчетные (клиринговые) и депозитарные системы образуют единый комплекс фондовой биржи. Современную фондовую биржу невозможно представить без какого-либо из этих элементов.

2.3.Механизм торговли на фондовой бирже

Совершать сделки на бирже имеют право только ее члены. В России инвестору, чтобы купить ценные бумаги на бирже, необходимо открыть счет у профессионального участника, имеющего право осуществлять брокерскую деятельность и перечислить (или внести наличными) денежные средства, которые сначала учитываются на специальном брокерском счете профессионального участника в обслуживающем его банке, а затем переводятся на биржу (в расчетную палату биржи, являющуюся небанковским кредитным учреждением).

На биржу может поступать несколько видов приказов (заявок, поручений). Приказы различаются прежде всего по направлению: купить или продать. Второй важнейший признак приказа – цена, по которой надлежит исполнить сделку. По этому признаку приказы делятся на **рыночные** и **лимитные**. В первых не оговаривается цена, по которой надлежит исполнить сделку, предполагается, что она совершается по текущей лучшей цене покупки или продаже. Во вторых указывается предельная (лимитная) цена, по которой можно совершить сделку, т.е. купить не дороже, продать не дешевле какой-то величины.

Третье условие приказа – срок исполнения. Приказ может действовать в течение дня. В этом случае, если он не исполнен, то автоматически аннулируется. Приказ может подаваться и на определенный срок, длительность которого определяется правилами биржи.

Возможны и более сложные приказы, типа “пороговых” (или “стоп-лос”). В этом случае члену биржи предписано продать или купить ценные бумаги при достижении их цены какого-то уровня.

Могут применяться также дополнительные условия, типа “продать/купить по цене открытия/закрытия”, “продать все или отменить” и т.п. Возможность включения различных условий определяется правилами биржи.

На биржах используются два основных механизма торговли: аукционный (продвижения приказов) и дилерский (продвижения котировок). Наиболее распространен аукционный механизм. Возможны и используется и сочетание этих механизмов.

Существует несколько типов аукционного механизма: простой аукцион и двойной. Механизм проведения **простого аукциона** одинаков что для фондовой биржи, что для аукциона по продаже антиквариата. На торги выставляются определенные бумаги, и служащий биржи оглашает их наименование, количество и стартовую цену. Находящиеся в зале члены биржи выкрикивают свою цену (или подают определенный знак). Тот, кто назвал наивысшую цену, получает данные ценные бумаги. Подобный механизм торговли использовался при незначительном количестве заключаемых сделок (в частности, он использовался на многих региональных биржах в России в начале 1990-х годов).

При большом потоке заявок на покупку или продажу реализуется так называемый **двойной аукцион**, когда в определении цены участвуют одновременно и покупатели, и продавцы.

Двойной аукцион может иметь форму залпового рынка (его еще называют онкольный аукцион), либо непрерывного двойного аукциона. **Залповый** вариант используется на многих биржах при определении цены открытия или при торговле относительно неликвидными ценными бумагами, по которым поступает мало заявок. Заявки (приказы) заранее поступают на биржу к торговой сессии. В определенный момент времени определяется единая цена (курс), которая обеспечивает наибольший оборот. Так, например, определяется цена открытия на бирже Euronext, Немецкой бирже и на ММВБ.

Непрерывный двойной аукцион применяется при торговле высоколиквидными ценными бумагами, когда постоянно поступают заявки на их покупку и продажу, когда много покупателей и продавцов. Схема непрерывного

двойного аукциона реализована в торговых системах большинства современных фондовых бирж. Так, например, проходит торговля на ММВБ.

Начиная с 80-х годов происходил постепенный переход от традиционной голосовой торговли в зале к торговле с помощью компьютеров. В 1986-1988 гг. закрылись торговые залы Лондонской фондовой и Парижской фондовой бирж. В 90-е годы на компьютерную торговлю перешли практически все фондовые биржи мира. “Открытый выкрик” как основной способ торговли сохранился лишь на Нью-Йоркской фондовой бирже. До 1999 г. голосовые торги осуществлялись и на Токийской фондовой бирже по акциям крупнейших эмитентов.

Крупнейшие российские биржи изначально ориентировались на электронную торговлю и создали современные системы, по своему техническому уровню не уступающие лучшим зарубежным образцам. Принцип работы этой системы в общих чертах следующий. Члены биржи имеют удаленный доступ через персональные компьютеры к основному компьютеру ММВБ и через них передают заявки клиентов на куплю-продажу ценных бумаг. Компьютер автоматически исполняет эти заявки исходя из указанных ценовых условий. Таким образом, мы видим, что здесь действует принцип непрерывного двойного аукциона. Повторим, что в настоящее время такая схема реализована на большинстве бирж развитых стран.

Дилерский рынок основан на вводе котировок. Что это означает? Каждая ценная бумага, допускаемая к торговле, должна иметь не меньше двух (а по некоторым бумагам и больше) так называемых **маркет-мэйкеров**¹ – членов биржи, обязанных постоянно **котировать** данную ценную бумагу, т.е. постоянно называть цены покупки и продажи данных бумаг и совершать сделки по этим ценам. Маркет-мэйкеры помещают свои котировки через удаленные терминалы на центральный компьютер биржи. Эта информация доступна всем остальным участникам рынка, которые, глядя на экраны компьютеров, имеют возможность выбрать наилучшую котировку. Далее, связавшись с соответствующим маркет-мэйкером, можно заключить сделку купли-продажи. В НАСДАК и на Лондонской фондовой бирже (в ее торговой системе SEAQ) их электронные системы

¹ Маркет-мэйкеры могут быть и на биржах, где действует система подачи приказов. Они есть, например, на ММВБ

исполняют небольшие заявки автоматически, т.е. связываться с маркет-мэйкером не требуется. Машина сама списывает ценные бумаги или деньги со счета-депо или денежного счета маркет-мэйкеров, предлагающих лучшие цены (соответственно, на продажу и покупку).

На этой схеме работала биржа РТС с момента ее создания. В настоящее время она используется на т.наз. классическом рынке РТС. Кроме него в этой торговой системе используется также аукционный рынок (биржевой рынок РТС).

Во второй половине 90-х годов заметные изменения в биржевую торговлю внесло бурное развитие сети Интернет. В настоящее время инвестор, имеющий доступ к Интернет, может подавать приказы члену биржи (брокеру)¹ через свой компьютер. Приказ мгновенно переправляется на биржу уже от имени брокера и, при наличии встречной заявки (т.е. совпадающей по условиям с первой), исполняется. Интернет позволяет инвестору проследить и сам факт исполнения его заявки. Поскольку данная процедура требует всего мгновения (от момента подачи заявки до ее исполнения), внешне все выглядит так, будто инвестор сам непосредственно торгует на бирже, минуя посредника в лице брокера. ММВБ и РТС предоставляют возможность интернет-трейдинга и по доле сделок, совершаемых через Интернет, ММВБ, например, ничем не уступает наиболее развитым биржам мира.

2.4. Фондовые индексы

Для характеристики динамики рынка акций используются биржевые (фондовые) индексы. Принцип использования фондовых индексов – тот же, что и принцип использования индексов цен: берется несколько наиболее представительных товаров (в данном случае акций) и рассчитывается динамика их цен. Данные по этой выборке распространяются на всю совокупность товаров.

Так, в индексе Доу-Джонса (имеется в виду промышленный индекс Доу-Джонса DJIA) - 30 акций, в немецком индексе DAX – тоже 30, в английском “Футси” (FT-SE 100) – 100, французском “КАК” (CAC) – 40, российском РТС - 50 и т.д.

¹ Брокер передает инвестору специальную программу с паролем.

Различают индексы ценовые и общей доходности (учитывающие выплаченные дивиденды). Большинство – ценовые. С точки зрения охвата компаний индексы бывают национальные и мировые, общие и отраслевые.

Существует несколько методов расчета фондовых индексов. Вообще-то, более корректно было бы говорить о двух методах расчета **индикаторов фондового рынка**. Дело в том, что на самом деле не все индикаторы, которые обычно называются индексами, являются таковыми. Индексы делятся на индексы и средние. Так, самый известный индикатор – «индекс Доу Джонса» – является не индексом, а средней, что подчеркивает даже его официальное наименование (Dow Jones Industrial Average). Хотя средние весьма редки, среди них указанный Доу Джонс, а также основной японский индекс Никкей 225 (Nikkei 225).

При расчете индексов иногда используются индексы цен Ласпейреса или Пааше. Но чаще всего – индекс объема.

Пример расчета среднеарифметического взвешенного индекса

Для расчета используется следующая формула:

$$\text{Индекс} = \frac{\text{сумма } P_1 Q_1}{\text{сумма } P_0 Q_0} \times \text{базовое значение индекса}$$

P – цена акции

Q – количество выпущенных акций данного эмитента

По такому принципу рассчитывается большинство биржевых индексов, в том числе и основные российские, например, индекс РТС или ММВБ. В последние годы многие индексы этого типа (в т.ч. и индексы РТС и ММВБ) взвешиваются не по общему числу выпущенных акций, а только по тем, которые находятся в свободном обращении (не в контрольных пакетах).

Средние делятся на средние арифметические и средние геометрические. И в том и другом случае берется цена одной акции из группы компаний выборки (без взвешивания по количеству акций) и выводится среднее значение.

Примером средней арифметической является Индекс Доу Джонса, а точнее Промышленная средняя Доу Джонса (Dow Jones Industrial Average). История этого индикатора началась в 1884 г. Именно тогда Чарльз Доу, основатель «Доу Джонс компани», издающей «Уолл Стрит Джорнэл», опубликовал первый

индекс, включавший 11 акций исключительно железнодорожных компаний. В 1897 г. индекс стал исчисляться по 20 компаниям, также железнодорожным. Первый промышленный индекс Доу Джонса появился в 1897 г. и включал 12 акций. В 1916 г. выборка расширилась до 20 акций.

В современном виде Индекс Доу Джонса рассчитывается с 1928 г. Несмотря на название "промышленный", в его состав ныне входят компании сферы услуг. Рассчитывается как средняя арифметическая невзвешенная цен акций 30 крупнейших корпораций. В качестве делителя используется не число компаний в выборке, т.е. 30, а некий коэффициент, учитывающий многократное дробление капитала (сплит) эмитентами, непрерывно происходившее с 1928 г.

Пример расчета биржевой средней арифметической (типа Dow Jones Industrial Average)

Акция	До сплита		После сплита	
	Цена, долл.	Количество, млн.шт.	Цена, долл.	Количество, млн.шт.
А	30	1	10	3
Б	20	1	20	1
В	10	1	10	1

Представим, что у нас 3 компании. Средняя составит $60:3 = 20$. Затем произошел сплит в отношении 1:3. Средняя уменьшилась ($40:3 = 13,3$), хотя на самом деле ничего на рынке не изменилось. Надо устранить эффект сплита. Для этого необходимо найти новый делитель, который будет использоваться в следующем году вплоть до очередного сплита

$$40 : X = 20$$

Соответственно X - новый делитель - равен 2. В момент расчета индекса Доу Джонса в 1928 г. делитель реально и составлял 30, затем происходило его постоянное снижение. В декабре 2008 г. он равнялся 0,125552709¹

О том, как может меняться рынок, свидетельствуют следующие цифры. Индекс Российской торговой системы, доходивший до 572 пунктов в 1997 г. после августовского финансового кризиса 1998 г. осенью упал до 38 пунктов. Даже к концу 2001 г. он был в два раза ниже предкризисного максимума. Однако затем по темпам роста он оказался в группе мировых лидеров и к концу 2006 г. превысил 1850 пунктов, а в мае 2008 г. превысил 2400 пунктов, чтобы в конце 2008 г. обвалиться до 550 (рис.6).

В годы Великой депрессии в США (экономический кризис 1929-1933 гг.) индекс Доу-Джонса сократился примерно на 90%. Инвесторы, купившие акции на пике в 1929 г., должны были бы ждать до 1954 г., чтобы индекс Доу-Джонса

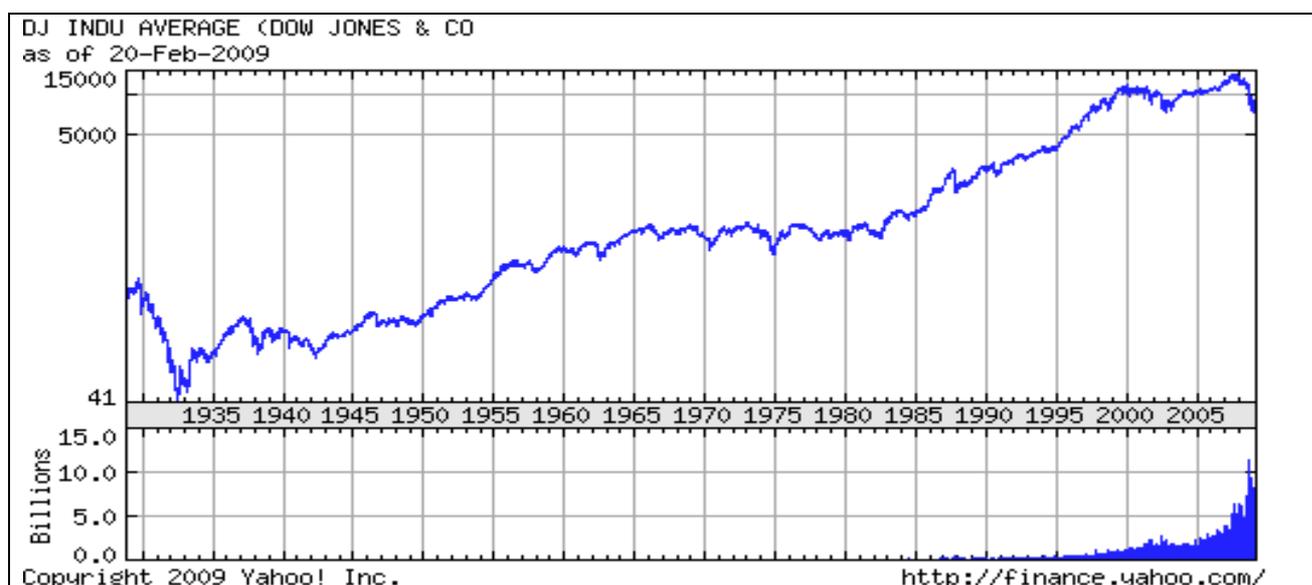
¹ Текущее значение можно узнать на сайте www.djindexes.com

достиг докризисного максимума. Затем до 1966 г. индекс Доу-Джонса неуклонно рос, достигнув максимума в 1000 пунктов, потом на долгие 16 лет оставался в диапазоне 800-1000 пунктов (в 1974 г. индекс падал до 570 пунктов). В октябре 1987 г. индекс Доу-Джонса за несколько дней упал на треть, правда, очень быстро рынок восстановился. В 1999 г. индекс Доу-Джонса преодолел своеобразный психологический рубеж в 10000 пунктов, а затем и 11000 пунктов. В результате кризиса 2000-2002 гг. на фондовых рынках он падал до 8000, а в октябре 2007 г. достиг исторического максимума в 14000 пунктов. В 2008 г. снова упал до 8000 (рис.7).

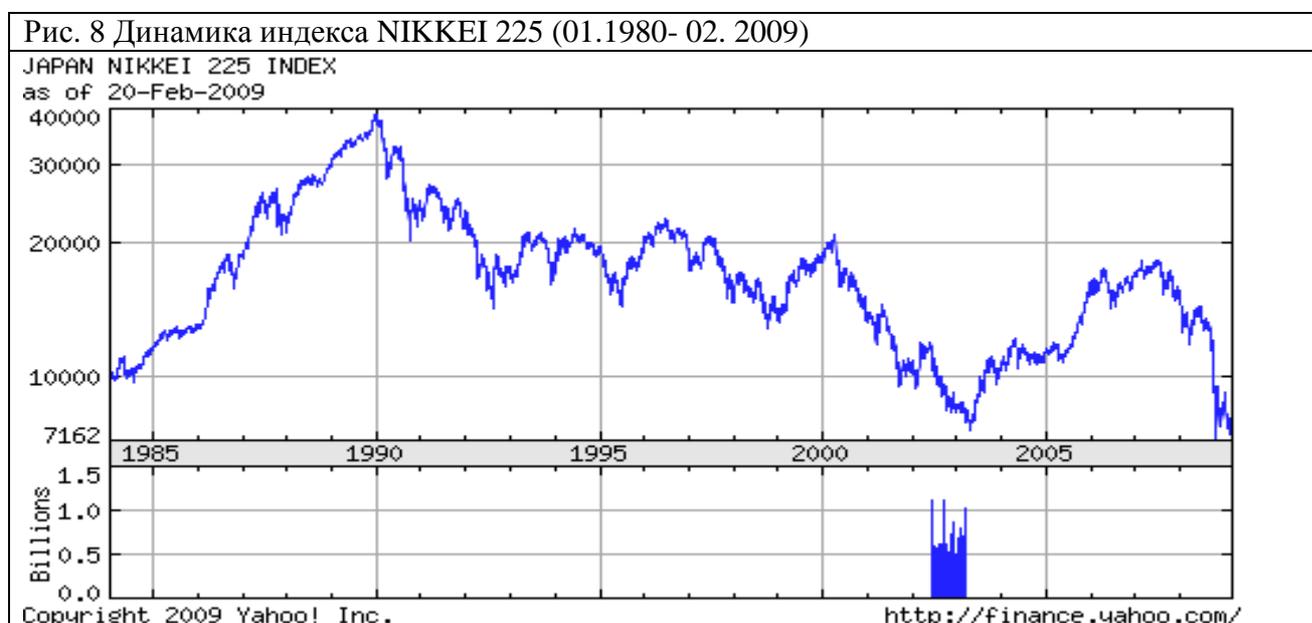
Nikkei 225, поднявшись до 39000 пунктов в 1990 г., к осени 2002 г. сократился до 8000 пунктов(!). Несмотря на опережающий рост в последующие годы по сравнению с другими развитыми рынками, в середине 2008 г. он все равно был почти в 3 раза (14000) ниже, чем в 1990 г., а к началу 2009 г. снизился до отметки менее 8000 (рис.8).



Рис.7 Динамика индекса DJIA



На многих биржах мира в настоящее время при резком падении (или росте) фондового индекса торговля приостанавливается на некоторое время, а при очень сильном падении биржа может быть просто временно закрыта, чтобы дать возможность участникам рынка успокоиться. Так же иногда поступают и регулятивные органы, временно приостанавливая торговлю на бирже.



Фондовые индексы превратились в важнейшие экономические показатели, наряду с индексами промышленного производства, инфляцией, безработицей, процентными ставками. С одной стороны, они отражают общеэкономическую ситуацию, с другой, часто они предшествуют изменению экономической конъюнктуры, сигнализируя о смене фазы экономического цикла.

Литература основная

- Буренин А.И. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. - М.: Научно-техническое общество имени академика С.И.Вавилова, 2002.
- Гусева И.А. Рынок ценных бумаг. Практические задания по курсу. - М.: Экзамен, 2005.
- Капитан М.Е., Барановский Д.С. Паевые фонды: современный подход к управлению деньгами. – СПб.: Питер, 2007.
- Российский фондовый рынок 2008. События и факты. М.: НАУФОР, СКОЛКОВО, 2009 (и более раннее издание). Доступны на сайте НАУФОР www.naufor.ru
- Царихин К.С. Фондовый рынок и мир. Учебник. Энциклопедия. Стимулятор творческого мышления. М., 2008 (неопубликованное издание, доступно на ряде сайтов, в т.ч. www.mirkin.ru)
- Царихин К.С. Практикум по курсу «Рынок ценных бумаг». Учебное пособие в 4 частях (доступно в Интернете по адресу: http://financepro.ru/2007/06/22/k_carikhin_praktikum_po_kursu_rynok_cennykh_bumag.html)
- Царихин К.С. Как самому заработать деньги на фондовом рынке М.: ЭКСМО», 2008.

Литература дополнительная

- Абрамов А.Е. Инвестиционные фонды: Доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005.
- Аникин А.В. История финансовых потрясений. (Российский кризис в свете мирового опыта). – М.: «Олимп-Бизнес», 2002.
- Боди З., Мертон Р. Финансы. Пер. с англ. М.: Издательский дом Вильямс, 2000.
- Буренин А.Н. Форварды, фьючерсы, опционы, экзотические и погодные производные. - М.: НТО им. С.И.Вавилова, 2005.
- Буренин А.Н. Управление портфелем ценных бумаг. М.: НТО им. С.И.Вавилова, 2005.
- Вайн С. Опционы. Полный курс для профессионалов .-М. : Альпина Паблишер, 2003.
- Макеев А.В. Неэмиссионные ценные бумаги. Ч.1 Вексель (на сайте www.mirkin.ru)
- Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. - М.: Альпина Паблишер, 2002.
- Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007
- Фабоцци Ф. Управление инвестициями. Пер с англ. - М.: Инфра-М, 2000.
- Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бэйли Дж.В. Инвестиции. Пер. с англ. - М., Инфра-М, 1997.