

Кравченко М.И.

# Фондовый рынок

**МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ОБРАЗОВАНИЯ УКРАИНЫ  
ДОНЕЦКИЙ НАЦИОНАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ**

**Кравченко М.И.**

**Фондовый рынок**

## СОДЕРЖАНИЕ

|                                                                                                    |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| ГЛАВА 1 ВВЕДЕНИЕ В ФОНДОВЫЙ РЫНОК                                                                  | 3   |
| История возникновения и развития                                                                   | 3   |
| Рынок ценных бумаг и его место в системе рынков                                                    | 9   |
| ГЛАВА 2. ЦЕННЫЕ БУМАГИ: ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА И ВИДЫ.                                               | 13  |
| Функции ценных бумаг                                                                               | 19  |
| Стоимостные и ценовые факторы ценных бумаг                                                         | 22  |
| Теория внутренней стоимости ценных бумаг                                                           | 28  |
| Акции                                                                                              | 30  |
| Облигации                                                                                          | 50  |
| Депозитные сертификаты                                                                             | 70  |
| Векселя                                                                                            | 71  |
| Коммерческие бумаги                                                                                | 74  |
| Инвестиционные сертификаты                                                                         | 75  |
| Приватизационные бумаги                                                                            | 76  |
| ГЛАВА 3 УЧАСТНИКИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ                                                               | 84  |
| Эмитенты (issuers)                                                                                 | 87  |
| Инвесторы (investors)                                                                              | 92  |
| Коммерческие банки (commercial banks)                                                              | 95  |
| Пенсионные фонды (pension funds)                                                                   | 97  |
| Страховые компании (insurance companies)                                                           | 99  |
| Инвестиционные фонды, трасты, компании (investment funds, investment trusts, investment companies) | 100 |
| Институты-регуляторы                                                                               | 109 |
| Инфраструктурные участники рынка ценных бумаг                                                      | 117 |
| ГЛАВА 4 ПЕРВИЧНЫЙ И ВТОРИЧНЫЙ РЫНКИ ЦЕННЫХ БУМАГ                                                   | 132 |
| Первичный рынок (primary market)                                                                   | 132 |
| Вторичный рынок (secondary market)                                                                 | 135 |
| Фондовые биржи                                                                                     | 136 |
| Внебиржевой рынок                                                                                  | 166 |
| ГЛАВА 5 ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ.                                                 | 179 |
| Международно-правовое регулирование                                                                | 181 |
| Государственно-правовое регулирование                                                              | 194 |
| Институционально-правовое регулирование                                                            | 218 |
| ГЛАВА 6 РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ КАК ФЕНОМЕНОЛОГИЧЕСКАЯ СИСТЕМА                                          | 223 |
| Экономические представления о рынке ценных бумаг                                                   | 224 |
| Информация и рынок ценных бумаг                                                                    | 225 |
| Психологический аспект рынка ценных бумаг                                                          | 227 |
| Социологический аспект рынка ценных бумаг                                                          | 230 |
| Иные аспекты рынка                                                                                 | 233 |
| ГЛАВА 7 СИСТЕМНЫЙ ПОДХОД К РЕШЕНИЮ ПРОБЛЕМ РАЗВИТИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА.                               | 234 |
| ЛИТЕРАТУРА                                                                                         | 258 |
| СОДЕРЖАНИЕ                                                                                         | 261 |

## **ГЛАВА 1. ВВЕДЕНИЕ В ФОНДОВЫЙ РЫНОК**

### **♦ ИСТОРИЯ ВОЗНИКНОВЕНИЯ И РАЗВИТИЯ**

Появление ценных бумаг и совершение с ними разного рода финансовых операций имеет многовековую историю. Пробразом фондовых сделок является процесс обмена одной валюты на другую между торговцами на ярмарках. В разных городах мира купцы со всего света вели оживленную торговлю своим товаром. Чтобы привести в соответствие денежные единицы разных стран, существовали меняльные конторы, владельцы которых обменивали деньги по текущему курсу за соответствующее комиссионное вознаграждение. Вследствие роста торговли и увеличения числа заключаемых срочных сделок постепенно объектом финансовых операций стали долговые расписки - векселя. Вексель - это первая классическая ценная бумага, которая положила начало возникновению и развитию фондового рынка.

Фондовый рынок сформировался в недрах рынка потребительских товаров. Торговые ярмарки уже в средние века представляли собой не стихийный, «достаточно организованный и регулируемый рынок. В цивилизованных странах Западной Европы, таких как Италия, Франция, Испания и др. появились первые товарные биржи.

Изначально сделки с ценными бумагами совершались на товарных биржах и других оптовых рынках, но с течением времени возникла необходимость обособления этого рода операции, и таким образом сформировался рынок фондовых ценностей.

Бельгийский порт Антверпен официально считается родиной фондовой биржи. Первые торги на этой бирже ценных бумаг состоялись в 1592 году - более 400 лет назад. Начало эпохи великих географических открытий послужило толчком для формирования организованной торговли ценными бумагами и появлению их классических типов. Снаряжение морских экспедиций и крупных торговых караванов в страны Нового Света требовало значительных капиталовложений. Это повлекло за собой объединение купцов, судовладельцев, банкиров, промышленников в своего рода товарищества с целью создания общего капитала. Внесение пая оформлялось специальным документом, удостоверяющим право собственности на свою долю в общем капитале и право на получение части прибыли в случае удачи совместного предприятия. Этот документ получил название "акция", а товарищество стало именоваться акционерным обществом или компанией. Известны первые в мире акционерные общества - это Голландская и Английская Ост-Индские компании.

Почти в то же время в процессе развития государства появились и правительственные ценные бумаги - казначейские векселя и облигации, которые стали объектом купли-продажи на фондовой бирже.

Известной во всем мире и хорошо организованной биржей того времени стала фондовая биржа в Амстердаме (Нидерланды). На Амстердамской бирже осуществлялись котировки почти всех типов ценных бумаг самых разных эмитентов.

Активизация рынка фондовых ценностей и бурный рост биржевой торговли приходится на первую треть XVIII века и последующие годы. Именно тогда образовались биржи во Франции, Великобритании, Германии. Число фондовых бирж быстро увеличивалось, и между ними формировались тесные взаимосвязи. Однако национальные финансовые рынки и фондовые биржи разных государств приобретали характерные для них индивидуальные черты и особенности, что обусловлено исключительностью экономики каждой отдельной страны. К примеру, традиционно различаются американский частно-правовой тип фондовой биржи и континентально-европейский публично-правовой тип фондовой биржи. Поэтому европейский и американский фондовые рынки имеют существенные отличия и детали, но международный рынок ценных бумаг сформированный более двухсот лет назад, функционирует посредством единого механизма и строится на единых основополагающих принципах.

В конце XVIII - начале XIX века роль фондовой биржи в капиталистической экономике значительно возрастает. Идет процесс первоначального накопления капитала. В странах Европы и Америки появляются первые акционерные банки и промышленные корпорации, хотя тогда операции с ценными бумагами еще не оказывали существенного влияния на процессы, происходящие в экономике. Фондовая биржа не сразу, а постепенно входила в единую систему финансово-экономических отношений, становилась важным элементом всего хозяйственного механизма государства. Это происходило по мере роста промышленного производства, развития торговли, кредитных отношений, строительства железных дорог и т.д. Стихия рынка свободной конкуренции обеспечивала почти неограниченный перелив крупных денежных средств из отрасли в отрасль, минуя государственное распределение, через фондовую биржу и сферу кредитования. Столь интенсивный рост общественного производства, который существенно обгонял потребление, привел к значительному повышению жизненного уровня, а также к изменению роли финансового капитала в системе экономических отношений. Данный период характеризуется как время неорганизованного "дикого" рынка. Действительно, тогда почти отсутствовало законодательство, регламентирующее те или иные хозяйственные операции, не были сформированы органы регулирования, большинство сделок никак не регистрировалось. Все это впрямую относится и к рынку ценных бумаг, как составной части государственной экономики капиталистических стран прошлого века.

На рубеже двадцатого столетия мировой рынок финансовых активов начинает заметно меняться. Развитие капитализма и переход его в стадию государственно-монополистического наполняют новым содержанием и роль фондовой биржи как регулятора свободного перелива капитала из малоперспективных отраслей экономики в более эффективные.

С возникновением монополий, крупных объединений предприятий и увеличением эмиссии ценных бумаг растет биржевой и внебиржевой оборот финансовых активов. Большую роль при этом играют коммерческие банки, осуществляющие первичное размещение акций корпораций. Фондовый рынок становится все более регулируемым. Особенно широкое развитие получил рынок ценных бумаг в США. Если в континентальной Европе бизнесмены в основном предпочитали хранить свободные денежные средства на счетах в банках, приобретать страховку или недвижимость, то в Америке большинство предпринимателей инвестировало капитал в финансовые активы. Таким образом, национальный фондовый рынок США заметно обогнал в своем развитии европейский, на нем сложился более современный механизм осуществления финансовых операций, и в настоящее время он по праву считается наиболее организованным и демократичным рынком ценных бумаг.

Однако фондовый рынок, как и вся экономика в целом, не застрахован от спадов, кризисов и других потрясений, иногда вызывающих паралич всей экономической деятельности. Более того, именно крах на фондовой бирже служит грозным предзнаменованием общей финансовой катастрофы в государстве. Особенно страшным и грандиозным по своим последствиям был биржевой кризис 1929 года, когда падение курсов на Нью-Йоркской фондовой бирже привело к мировому экономическому кризису.

Вот как описывает это событие в своей монографии "Фондовая, биржа: международный опыт" Г. П. Черников: «Грандиозный крах на Нью-Йоркской фондовой бирже в октябре 1929 года стал первым грозным симптомом, а затем и катализатором мирового экономического кризиса 1929-1933 годов. В Нью-Йорке все началось 22 октября 1929 года, когда первая волна массовых продаж вызвала панику среди биржевиков... 24 октября разразилась настоящая буря. Очевидцы говорят о том, что на бирже в это время обстановка напоминала конец света, сравнивают ее с апокалипсическим кошмаром. Гигантский поток продаж ценных бумаг буквально захлестнул биржу. Толпы людей атаковали ее, и с ними не могла справиться полиция... Массовая паника продолжалась. Продажи акций все возрастали. Поток предложений снижал курсы. А биржевые маклеры

получали только один заказ: "Продавать, продавать" Живые деньги исчезали... Общие потери в результате краха были огромными. Глубину кризиса можно видеть на примере падения курсов акций ведущих компаний за период с 1929 по 1933 год: "Радио Корпорэйшн" - в 33 раза, "Нью-Йорк Сентрал" - 51. "Крайслер" - 27, "Дженерал Моторз" - почти в 80, "Дженерал электрик" - 11, "Монтгомери уард" - 23, "Юнайтед стил" - в 17 раз... В период краха 123864 биржевых спекулянта, прибывавших на заседания в "кадиллаках", возвращаться были вынуждены пешком... Вчерашние миллионеры продавали на улице спички».

После мирового кризиса 1929-1933 годов правительства большинства стран, переживших кризис, взяли курс на проведение экономических реформ. В связи с этим резко возросла роль государства в экономике. Частнопредпринимательский сектор стал более зависим и ограничен рамками нового законодательства, направленного на защиту интересов трудящихся, беднейших слоев населения, сокращение безработицы и т.п. Фондовая биржа и ее организационно-правовая структура, а также механизм совершения операций попали под контроль государственных органов власти. Реформа Биржевой деятельности была направлена на максимальную защиту всех участников фондовых операций от банкротства, на цивилизованную торговлю финансовыми активами, а это требовало жесткого регулирования и контроля со стороны государства. Были пересмотрены хозяйственное право и финансовое законодательство, в США был принят Закон о ценных бумагах (1933 г.), и постепенно фондовый рынок приобрел свой современный вид.

Разумеется, на рынок финансовых активов оказывали существенное влияние войны, политическая нестабильность, экономические депрессии. В эти периоды жизнь на фондовой бирже замирала, эмиссия ценных бумаг сокращалась, количество сделок падало. Но всякое оживление экономики немедленно сказывалось на объеме фондовых операций и, следовательно, рынок ценных бумаг всегда служил и служит индикатором финансово-экономического здоровья государства.

В 60-е годы на рынке фондовых ценностей намечается новый всплеск биржевой активности. Европа оправилась от последствий Второй мировой войны, стабилизировалась промышленность, появились новые наукоемкие производства. Механизм фондовой биржи способствовал перераспределению денежных средств в пользу отраслей, обеспечивающих наибольшую норму прибыли. С помощью фондовой биржи огромные средства, собранные банками и другими расчетно-кредитными учреждениями, направлялись на финансирование наиболее эффективных экономических программ, изобретений и внедрение новых технологий. В этот период происходит также бурный рост международных операций с ценными бумагами.

С середины 70-х годов фондовый рынок капиталистических стран с развитой экономикой уже представлял собой сложное образование с отработанным и слаженным механизмом, с разветвленной сетью вспомогательных структур, а также тесными международными связями. Огромную роль на мировой арене стали играть транснациональные промышленные и банковские корпорации, которые аккумулируют значительные денежные средства и проводят политику экспорта капитала.

За последние двадцать лет международная торговля ценными бумагами возросла в десятки раз по сравнению с послевоенным периодом. В обращении появились евроакции и еврооблигации, которые стали главным объектом сделок на мировом фондовом рынке. Национальные рынки финансовых активов функционируют в тесной взаимосвязи друг с другом. Эмиссия ценных бумаг достигла таких размеров, что в результате международный фондовый рынок становится важным элементом мировой экономики. Операции с ценными бумагами служат инструментом экспорта капитала, средством развития транснациональных корпораций и банков, источником внешнего финансирования для институциональных инвесторов.

Тесные связи национальных рынков фондовых ценностей с общим рынком мирового экономического сообщества проявляются в глубокой взаимосвязи всех крупнейших фондовых бирж мира. Колебания курсов акций и других финансовых активов на биржах

одних стран неизбежно отражаются через биржевой механизм на рыночной конъюнктуре других стран

В России развитие фондового рынка проходило те же этапы, что и в других странах с учетом национальных особенностей. Операции с ценными бумагами в России организовано стали совершаться еще в период правления Петра Первого. Сначала сделки заключались на собраниях купцов и других торговых людей, а в 1703 году была открыта первая товарно-фондовая биржа в Санкт-Петербурге, которая положила начало развитию биржевого дела в России. На этой бирже первоначально обращались иностранные ценные бумаги в основном векселя, но позднее появились акции и облигации, как иностранных эмитентов, так и отечественных. Вслед за Санкт-Петербургской появились биржи в Одессе, Москве и других городах. Пик развития фондового рынка в дореволюционной России пришелся на вторую половину прошлого века, что связано с большим экономическим подъемом, становлением товарного рынка и рынка капиталов. В тот период большое влияние на российский рынок ценных бумаг оказали фондовые биржи Франции и Германии

В начале двадцатого столетия усиливается связь Санкт-Петербургской и Московской фондовой биржи с биржами Западной Европы. На Парижской, Берлинской, Лондонской биржах котировалось российских ценных бумаг на общую сумму около восьми миллиардов рублей, что составляло примерно одну треть совокупной стоимости всех выпущенных в то время в России финансовых активов. Большую роль на российском фондовом рынке играли крупнейшие банки и корпорации с участием иностранного капитала. Развивался внебиржевой оборот, и росло число маклерских контор и ассоциаций. Этот процесс сопровождался импульсивными всплесками биржевой активности, спекулятивными сделками и кризисами. Например, в России наблюдалось редкое падение курсов отечественных и иностранных ценных бумаг в 1869, 1875, 1895, 1912 и 1914 годах. С началом мировой войны биржи были закрыты, но нелегально сделки с ценными бумагами продолжались до революции 1917 года. С приходом к власти большевиков и образованием советского правительства все государственные займы как внешние, так и внутренние были аннулированы, а операции с фондовыми ценностями запрещены особым декретом от 23 декабря 1917 года. Правда, период НЭПа способствовал возрождению акционерной формы собственности и некоторому оживлению биржевой активности. За короткий период 1922-1924 годов было зарегистрировано свыше 120 торговых, промышленных и кредитных компаний. Более того, государство активно привлекало частный капитал в наиболее важные отрасли экономики через механизм акционирования, внебиржевой и биржевой торговли. В 1922 году правительство выпустило облигации внутреннего выигрышного займа на общую сумму 100 миллионов рублей, а всего за семь лет было выпущено 24 различных краткосрочных займа.

В декабре 1922 года вновь были разрешены операции с ценными бумагами, реорганизованы товарно-фондовые биржи во многих городах СССР. Операции с финансовыми активами способствовали переливу свободных денежных средств в условиях многоукладной экономики, улучшению денежного обращения к стабилизации курса рубля по отношению к иностранной валюте

Однако в конце 1929 года установление командно-административной системы в экономике вызвало полный отказ от рыночных отношений в государстве и как следствие закрытие всех бирж в России, в том числе и фондовых.

В связи с осуществлением процесса реформ в Российской Федерации и перестройкой системы всех социально-экономических отношений с 1990 года в нашей стране начался этап возрождения рынка ценных бумаг и фондовой биржи. Данный процесс в условиях жесточайшего кризиса протекает крайне тяжело и болезненно. По существу рынок финансовых активов развивается в экстремальных условиях экономической и политической нестабильности. Тем не менее, тенденция к его становлению и дальнейшему росту прослеживается достаточно отчетливо.

## РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ И ЕГО МЕСТО В СИСТЕМЕ РЫНКОВ

В условиях экономических реформ и в процессе образования новых коммерческих структур формируются рыночные отношения в обществе. Приватизируются предприятия, функционируют организации с разными формами собственности, возрождается акционирование и биржевая торговля, осуществляется полномасштабный переход к цивилизованному рыночному хозяйствованию. Постепенно складывается механизм, основанный на законах рыночной экономики и отвечающий интересам производителей и потребителей.

Что же такое рынок?

Как известно, рынок - это система экономических отношений, позволяющая эффективно функционировать отраслям народного хозяйства на основе спроса, предложения и балансирующей их цены. Рынок - это форма связи производства с потребителем, а также совокупность всех существующих и потенциальных продавцов и покупателей товаров и услуг. В узком смысле слова рынок представляет собой сферу непродовственного товарного и денежного обращения.

В основе рыночной системы лежит рынок потребительских товаров. Но он может полноценно работать лишь в тесной взаимосвязи с другими рынками, основными из которых являются рынок рабочей силы и рынок капиталов.

Каждый из этих рынков имеет свои характерные особенности, различные формы организации, но их объединяют общие для всех рынков черты, а именно: рыночная конкуренция заставляет всех участников экономических отношений добиваться высокого качества продукции и услуг. Для рыночных отношений характерна полная финансовая самостоятельность товаропроизводителей и свобода принятия экономических решений и т.д.

Основная задача любого рынка - удовлетворение спроса на товары (услуги) и получение прибыли. Изменяя посредством конкуренции, соотношение между спросом и предложением, рынок стимулирует рост общественного производства и воздействует на его пропорции, обеспечивает перелив материальных, трудовых и финансовых ресурсов из одной отрасли в другую.

Рыночная экономика современного государства состоит из множества рынков, которые, в свою очередь, подразделяются на более мелкие сегменты. Особое место в системе экономических отношений занимает финансовый рынок или рынок капиталов.

Финансовый рынок - это сфера формирования спроса и предложения на кредитные ресурсы и фиктивный капитал, представленный различными типами ценных бумаг. Основная его задача состоит в том, чтобы трансформировать временно свободные денежные средства в производственные капиталовложения. В процессе торговли кредитными ресурсами и ценными бумагами удовлетворяется спрос коммерческих учреждений, государства или отдельных лиц. В качестве продавцов денежного капитала выступают такие кредитно-финансовые институты, как коммерческие и инвестиционные банки, страховые компании, ссудо-сберегательные ассоциации, пенсионные фонды и другие специализированные учреждения. В качестве покупателей или заемщиков капитала выступают, как правило, государство, торгово-промышленные компании и частные лица.

Рынок капиталов подразделяется на три составные части: рынок краткосрочного кредита, то есть денежный рынок, на котором обращаются коммерческие, финансовые и казначейские векселя, рынок долгосрочного денежного кредита (облигационный рынок) и рынок фиктивного капитала или рынок ценных бумаг (схема 1).

**Схема 1**



Ценные бумаги принято называть фиктивным капиталом по той причине, что они практически не имеют внутренней стоимости, а ценность их заключается лишь в способности приносить доход и удостоверять право собственности. Фондовые ценные бумаги являются представителями реальных фондов и в определенной степени отражают их величину. Рынок ценных бумаг или рынок финансовых активов представляет собой систему экономических отношений, связанную с выпуском, размещением и продажей ценных бумаг, и выполняет следующие функции:

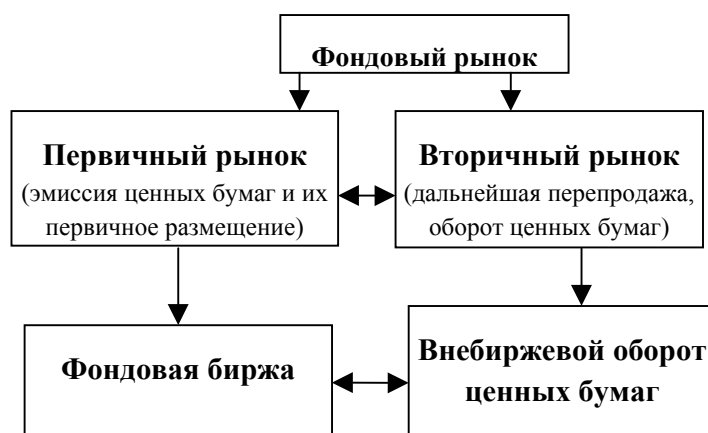
- обеспечивает контакт продавца и покупателя;
- способствует стабилизации цен, балансирующих спрос и предложение на фондовые ценности.

Объектом купли-продажи на фондовом рынке выступают ценные бумаги. Они представляют собой юридический денежный документ особого рода, удостоверяющий право собственности или отношения по займу. Ценные бумаги являются важным элементом экономики, основанной на принципах рынка. К ним относятся акции, облигации, пай, векселя, приватизационные чеки (ваучеры), сберегательные бонны, депозитные сертификаты, опционы, фьючерсные контракты и ряд других. Но обычно в финансовой практике к ценным бумагам относят лишь такие денежные документы, которые могут быть объектом сделки, а также источником получения разового или постоянного дохода. Поэтому к ценным бумагам не относят долговые расписки, завещания, лотерейные билеты, страховые полисы и документы на получение банковского кредита.

Назначение и основная задача рынка ценных бумаг состоит в обеспечении нормального функционирования всех отраслей экономики путем инвестирования через продажу финансовых активов в их хозяйственную деятельность крупных капиталов. Одним из источников такого финансирования являются кредиты банка, но банки сами зависят от вкладчиков и не всегда могут обеспечить достаточную сумму необходимых денежных средств. Кроме того, высокий процент за кредит делает его получение доступным далеко не всем. Другим, не меньшим по значению, является фондовый рынок, представляющий собой механизм прямого вложения (инвестирования) и перелива финансового капитала из отрасли в отрасль путем выпуска, продажи фондовых ценностей. С этой целью нуждающиеся в дополнительном капитале организации продают ценные бумаги, выручаемые деньги пускают в оборот, а за счет получаемой прибыли выплачивают владельцам ценных бумаг их доход (дивиденды по акциям, проценты по облигациям) и номинальную стоимость при погашении долговых обязательств.

По своей структуре фондовый рынок представляет собой многоуровневое образование (схема 2).

**Схема 2**



В самом общем виде он классифицируется по следующим признакам:

- По характеру экономических отношений;
- По типу ценных бумаг.

По характеру экономических отношений его можно разделить на первичный и вторичный. Первичный рынок является системой экономических отношений, связанных с организацией выпуска и размещением (первичной продажей) ценных бумаг. А вторичный рынок включает в себе дальнейший их оборот, то есть перепродажу от одного владельца другому по рыночной цене. Он, в свою очередь, состоит из двух частей: фондовой биржи и внебиржевого рынка ценных бумаг.

По типу финансовых активов фондовый рынок делится на отдельные сегменты со своей спецификой и участниками сделки. К примеру, рынок опционов или рынок акций.

Таким образом, подводя итог вышесказанному, можно заключить, что фондовый рынок является составной частью финансового рынка и представляет собой механизм формирования спроса и предложения на различные типы ценных бумаг. Через фондовый рынок осуществляется свободный перелив денежных средств посредством выпуска и реализации финансовых активов.

## **ГЛАВА 2. ЦЕННЫЕ БУМАГИ: ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА И ВИДЫ**

В широком смысле слова термином "ценные бумаги" называются денежные документы, свидетельствующие о наличии определенных взаимных прав и обязанностей между лицом, которое их выпустило (эмитентом, issuer) и лицом, которое является их собственником (инвестором, investor).

В последние два десятилетия усилилась тенденция к более широкому использованию "безбумажных" ценных бумаг вместо "бумажных". Указанное обстоятельство требует некоторых оговорок, касающихся понимания термина "ценные бумаги".

В былые времена, когда ценные бумаги обращались исключительно в бумажной форме, понятие "денежный документ" воспринималось как "бумажный документ". Однако бурное развитие компьютерных средств накопления, обработки и хранения информации создало условия для постепенного вытеснения на национальных рынках определенной части или всех "бумажных" ценных бумаг "безбумажными". Последние часто определяются как "запись, хранящаяся в компьютерных файлах", в связи с чем на рынке ценных бумаг широко используется также термин "электронные ценные бумаги".

Таким образом, научно-технический прогресс и практические потребности рыночного взаимодействия поставили довольно щекотливый вопрос: "Какое содержание имеет понятие "документ" в условиях изменения его формы с бумажной на безбумажную?"

Когда речь идет о ценных бумагах как о денежных документах, то имеются в виду, главным образом, три важных аспекта. Первый, "документальный" характер ценных бумаг, второй, материальная форма документа, и третий, наличие определенного набора взаимных прав и обязанностей, вытекающих из собственности на конкретный документ (ценную бумагу)

Документальный характер ценной бумаги означает, прежде всего, что ее выпуск и обращение обуславливает возникновение определенных отношений между эмитентом и собственником данной ценной бумаги. То есть понятие "документальный характер" ценной бумаги имеет то же значение, что и "официальный" ее характер. Другими словами, эмитент, когда он выпускает ценные бумаги, поступает официально, заявляет официально условия выпуска, официально проявляет свою готовность взять на себя определенные обязательства и предоставить инвесторам определенные права. В связи с этим, первый аспект имеет важное значение для рынка ценных бумаг.

Материальная форма ценных бумаг в сущности означает форму или вид материального носителя, на котором исполнен документ. Выше упоминалось, что такой

носитель может быть бумажным или иметь форму компьютерной записи. В условиях, когда участники рынка ценных бумаг взаимодействуют между собой взвешенно в информационном плане, доверяют друг другу и соблюдают этические нормы, данный аспект не имеет для них слишком большого значения. При нарушении какого-либо из указанных условий, например, условия доверия, участники предпочитают фиксировать свои права и обязанности посредством бумажного документа. То есть предпочтение отдается бумажной форме ценных бумаг. Таким образом, вопрос материальности формы является не только вопросом уровня технической оснащенности, но и уровня развития культуры рыночных отношений по поводу ценных бумаг. Последнее условие включает в себя быстроту и полноту информированности участников о ценах, сделках и предложениях относительно ценных бумаг, честность, высокую степень взаимного доверия, установление приоритета интересов клиентов перед интересами профессиональных участников рынка ценных бумаг и некоторые другие (1).

В зависимости от вида ценных бумаг между эмитентами и инвесторами могут возникать разнообразные взаимные права и обязанности. Например, набор прав и обязанностей в случае выпуска и обращения акций - один, долговых ценных бумаг - другой, приватизационных бумаг, как они определены в законодательстве Украины, - третий. Качественные и количественные различия в наборах взаимных прав и обязанностей могут также иметь место в рамках одного и того же вида ценных бумаг. В частности, при выпуске простых и привилегированных акций, конвертируемых и неконвертируемых облигаций, отзывных и безотзывных казначейских долговых документов и так далее. Более подробно об этом речь будет идти в последующих параграфах настоящей главы.

Таким образом, понятие "документ" применительно к ценным бумагам можно было бы определить следующим образом. Ценная бумага как денежный документ представляет собой закрепленную на материальном носителе официальную информацию эмитента, приобретение которой приводит к возникновению взаимных прав и обязанностей между эмитентом и собственником данного документа. Материальным носителем может быть бумага (бумажные или сертификатные ценные бумаги) либо компьютерная запись (электронные ценные бумаги).

Указанное определение является одним из возможных вариантов определений, и брошюра не преследует цель разработки теоретической стороны вопроса. Для нашего случая достаточно помнить, что любой документ - бумажный или безбумажный - в сущности представляет собой официальную информацию, и что эмитент документа, а значит информации, должен действовать на законных основаниях и в пределах своей правовой компетенции. С другой стороны, чисто психологически участникам рынка ценных бумаг бывает нелегко привыкнуть к мысли, что документом может быть не только информация, изложенная на бумаге, но и выраженная на других носителях, в частности в виде компьютерной записи.

Характеризуя далее понятие "ценные бумаги", необходимо отметить, что не всякий денежный документ может иметь статус ценной бумаги. Главным критерием, в соответствии с которым одни денежные документы считаются ценными бумагами, а другие нет, является законодательное закрепление перечня ценных бумаг. Здесь важно помнить некоторые моменты.

Во-первых, в большинстве стран существуют нормативно- правовые перечни ценных бумаг, то есть перечни денежных документов, имеющих юридический статус ценной бумаги. Во-вторых, как правило, указанные перечни закрепляются в законах, то есть актах, имеющих высшую юридическую силу.

Рынок ценных бумаг всегда регулируется массивом нормативно-правовых актов, которые находятся в определенной иерархической зависимости. Это означает, что одни нормативные акты имеют большую юридическую силу, другие - меньшую. В иерархии закон занимает более высокое положение по сравнению с подзаконными актами

Законы принимаются органами законодательной власти. Применительно к Украине - Верховным Советом Украины. США - Конгрессом, Великобритании, Франции и Японии - парламентом и так далее. Подзаконные акты принимаются в большинстве случаев органами государственной исполнительной власти, например, в Украине - Кабинетом Министров, Министерством финансов и так далее, в США и Франции - Комиссией по ценным бумагам, Японии - Министерством финансов.

Подзаконные акты создаются во исполнение законов и поэтому не должны противоречить последним или искажать их смысл. Они имеют меньшую по сравнению с законом юридическую силу. Это означает, что в случае расхождений между нормами закона и нормами подзаконного акта руководствоваться следует положениями закона.

Достаточно часто на рынке ценных бумаг используется термин "законодательство". В подавляющем большинстве таких случаев данный термин понимается как совокупность законов и подзаконных актов, регулирующих указанный рынок. Однако можно встретить и "узкое" понимание, то есть когда термин "законодательство" используется как синоним понятия закон.

В-третьих, перечни ценных бумаг, содержащиеся в законах разных стран, могут быть исчерпывающими или открытыми. Это означает, что в первом случае ценными бумагами признаются только те денежные документы, которые прямо указаны в перечне, и другие таковыми не являются. Когда же перечень является открытым, то к категории ценных бумаг относятся все денежные документы, перечисленные в законе, а также иные, не названные в перечне, если они удовлетворяют установленным в законе требованиям. Например, Японский закон "О ценных бумагах и фондовой бирже" (1948), закон Украины "О ценных бумагах и фондовой бирже" в редакции 1991-1992 годов содержат исчерпывающий перечень, в США в "Законе о ценных бумагах" (1933) перечень является открытым.

В-четвертых, перечни ценных бумаг могут быть широкими и узкими. То есть в них может включаться большее или меньшее количество денежных документов.

Вышеупомянутый закон Украины о ценных бумагах и фондовой бирже" содержит небольшой перечень видов ценных бумаг - всего 7:

акции; облигации внутреннего государственного и местного займов, облигации предприятий; казначейские обязательства; депозитные сертификаты; векселя; приватизационные бумаги (2).

Японский закон "О ценных бумагах и фондовой бирже" (1948) содержит более широкий перечень - 9 видов ценных бумаг: акции;

правительственные облигации; местные облигации; специальные облигации юридических лиц; обеспеченные и не обеспеченные облигации юридических лиц; инвестиционные сертификаты, выпускаемые юридическими лицами, созданными в соответствии со специальным законодательством; бенефициарные сертификаты трастов; ценные бумаги, выпущенные иностранными государствами либо иностранными юридическими лицами, которые имеют тот же статус, что и вышеперечисленные ценные бумаги; сертификаты, выпущенные по распоряжению правительства (3).

Закон США о ценных бумагах (1933) содержит еще более широкий перечень ценных бумаг. В соответствии со статьей 2 термин "ценная бумага" означает "любую краткосрочную облигацию, пай, казначейскую долю, государственную облигацию, обеспеченную облигацию, долговое свидетельство, сертификат участия в каком-либо доходораспределительном соглашении, сертификат траста с обеспеченными активами, учредительский сертификат, сертификат о подписке на ценные бумаги, акцию в обращении, инвестиционный контракт, сертификат траста с правом голоса, депозитный сертификат, долю в неделимом пае нефти и газопредприятий либо иные права на полезные ископаемые, любой опцион покупателя, продавца, двойной опцион или привилегию, связанную с какой-либо ценной бумагой, депозитным сертификатом либо с группой ценных бумаг, либо с ценными бумагами, основывающимися на индексных показателях, или основывающиеся на стоимостных индексах, либо любой опцион покупателя, продавца, либо двойной опцион,

либо привилегию, полученную на национальной фондовой бирже и связанную с иностранной валютой либо, вообще говоря, любую принадлежность или инструмент, известные как "ценная бумага", либо любое свидетельство о принадлежности или участии, временный или промежуточный сертификат, расписку, гарантию либо варрант, либо право на подписку, либо право на приобретение всего вышеперечисленного" (4).

В-пятых, денежные документы, не включенные в законодательный перечень ценных бумаг и не удовлетворяющие установленным в законе требованиям, не имеют правового статуса ценной бумаги. Например, не относятся к категории ценных бумаг чеки, квитанции, платежные поручения, денежные ордера, доверенности и так далее.

В-шестых, каждый национальный рынок ценных бумаг имеет множество особенностей наряду с множеством общих черт. Эти особенности могут быть реальными, объяснимыми историческим своеобразием развития данной страны, а могут иметь лингвистическую природу. Например, если сравнивать содержащиеся в вышеупомянутых японском и американском законах, становится очевидным, что при определении видов ценных бумаг японский подход является "жестким", а американский - относительно "свободным". В Японии право более строго следит за тем, чтобы лишь определенные денежные документы являлись ценными бумагами. Напротив, право США готово признать в качестве ценных бумаг намного большее количество денежных документов. Для законодательства Японии в силу национально-исторических особенностей не свойственно употреблять выражения типа "любой инструмент, обычно понимаемый как ценная бумага". И напротив, термины "сертификат участия в доходно-распределительном соглашении" или "доля в неделимом пае нефте-газопредприятия" и ряд других представляют собой особенности эволюции американского рынка.

Лингвистические различия проявляются двояко. Иногда ценные бумаги, имеющие аналогичный статус, называются разными терминами. Например, в Европе краткосрочные обязательства государства иногда называются "драфт" (draft, в США - биллем (bill)). С другой стороны, один и тот же термин может иметь различные значения. В частности, письменное долговое свидетельство "debenture" в США означает ценную бумагу, обеспеченную репутацией или общей гарантией, а не активами эмитента. В Великобритании - наоборот, ценную бумагу, обеспеченную содержащиеся в вышеупомянутых японском и американском законах, становится очевидным, что при определении видов ценных бумаг японский подход является "жестким", а американский - относительно "свободным". В Японии право более строго следит за тем, чтобы лишь определенные денежные документы являлись ценными бумагами. Напротив, право США готово признать в качестве ценных бумаг намного большее количество денежных документов. Для законодательства Японии в силу национально-исторических особенностей не свойственно употреблять выражения типа "любой инструмент, обычно понимаемый как ценная бумага". И напротив, термины "сертификат участия в доходно-распределительном соглашении" или "доля в неделимом пае нефте-газопредприятия" и ряд других представляют собой особенности эволюции американского рынка.

Лингвистические различия проявляются двояко. Иногда ценные бумаги, имеющие аналогичный статус, называются разными терминами. Например, в Европе краткосрочные обязательства государства иногда называются "драфт" (draft, в США - биллем (bill)). С другой стороны, один и тот же термин может иметь различные значения. В частности, письменное долговое свидетельство "debenture" в США означает ценную бумагу, обеспеченную репутацией или общей гарантией, а не активами эмитента. В Великобритании - наоборот, ценную бумагу, обеспеченную активами эмитента (5). Термин "доходные облигации" (income bonds) в Великобритании используется для обозначения облигаций с фиксированным процентом, выпускаемых страховыми компаниями; в США он означает облигации, по которым эмитент гарантирует выплату лишь номинальной стоимости, а процент может быть выплачен лишь при условии, что эмитент получит прибыль и совет директоров примет положительное решение о выплате процентов (6).

Таким образом, ответ на вопрос о том, является ли какой-либо денежный документ ценной бумагой, необходимо искать, руководствуясь соответствующим законодательством, и вовсе не следует полагаться на терминологическую аналогию.

## ♦ **ФУНКЦИИ ЦЕННЫХ БУМАГ**

Способность ценных бумаг выполнять в процессе рыночного взаимодействия определенные функции представляет собой еще одну их характеристику, которую целесообразно рассмотреть. Ценные бумаги могут быть: а) документами, подтверждающими участие или членство в организации-эмитенте; б) долговыми документами; в) средством платежа (расчетов), г) средством обеспечения выполнения обязательств.

### **Документы, подтверждающие членство или участие**

Не все ценные бумаги, которые выпускаются и обращаются на рынке ценных бумаг, выполняют данную функцию. К числу тех из них, которым свойственна эта функция, относятся, например, акции, долевые сертификаты, паевые свидетельства, сертификаты участия в инвестиционных фондах и некоторые другие

В контексте рынка ценных бумаг принадлежность к организации-эмитенту, участие либо членство в ней означает наличие у собственника данной ценной бумаги возможности участвовать в управлении эмитентом. Наиболее часто в таких случаях речь идет о реализации прав на участие в общем собрании акционеров либо участников, голосование, внесение предложений, выдвижение кандидатур в выборные руководящие органы эмитента; на получение информации, касающейся деятельности и финансового положения эмитента, на участие в разделе имущества эмитента при его ликвидации.

### **Долговые документы**

На рынке ценных бумаг доля долговых документов является наибольшей. Однако не все ценные бумаги, выпускаемые и находящиеся в обращении на указанном рынке, являются долговыми. К категории долговых документов относятся такие денежные документы, которые свидетельствуют о наличии между эмитентом и собственником ценной бумаги кредиторско-дебиторских отношений. То есть эмитент выпускает данные ценные бумаги с целью "взять деньги в займы", или как бы "получить кредит" у собственника ценной бумаги. В свою очередь, собственник предоставляет деньги "в займы", дает их в "долг" эмитенту путем оплаты стоимости долговой ценной бумаги.

Следует четко осознавать, что при приобретении долговых документов их собственник приобретает статус кредитора эмитента, а не сособственника имущества эмитента. И, наоборот, при приобретении ценных бумаг, подтверждающих участие или членство, их собственник приобретает статус сособственника имущества эмитента, а не кредитора. При кредиторско-дебиторских взаимоотношениях право на участие в управлении делами эмитента не предоставляется.

К категории долговых ценных бумаг относятся различные виды облигаций, свидетельства о задолженности, вексели, коммерческие бумаги и некоторые другие документы.

В широком смысле, денежные документы, которые находятся в обращении на рынке ценных бумаг, относятся либо к категории документов, подтверждающих участие (членство), либо документов, свидетельствующих об установлении кредиторско-дебиторских отношений. Поэтому очень часто, когда говорят о рынке ценных бумаг, то имеют в виду рынки, на которых находятся в обращении акции и облигации.

### **Средство платежа**

Ценные бумаги, подтверждающие участие (членство), а также долговые ценные бумаги могут выполнять в процессе общерыночного взаимодействия функцию средства

платежа (расчетов). Другими словами, ценные бумаги могут выполнять одну из денежных функций. Ими можно оплачивать стоимость работ, услуг или товаров.

Выполнение денежной функции ценными бумагами является возможным потому, что они тоже имеют стоимость. При использовании ценных бумаг в качестве средств платежа у участников сделки имеется возможность соотносить стоимости: продавец соотносит стоимость товара, работ или услуг со стоимостью ценных бумаг; покупатель - наоборот.

Во многих случаях ценные бумаги могут использоваться в качестве средства платежа также на рынке ценных бумаг. Например, стоимость акций может оплачиваться другими акциями или долговыми ценными бумагами.

### **Средство обеспечения обязательств**

В процессе общерыночного взаимодействия, а также на рынке ценных бумаг ценные бумаги могут выполнять функцию средства обеспечения выполнения обязательств. В ряде случаев при выполнении определенных обязательств существует вероятность или риск того, что они могут быть не выполнены. В целях уменьшения такой вероятности либо снижения риска должник (покупатель) может передавать свои ценные бумаги кредитору (продавцу) в залог в качестве гарантии того, что в случае невыполнения им своих обязательств соответствующие убытки кредитора (продавца) будут покрыты за счет стоимости указанных ценных бумаг. Таким образом, принцип обеспечения в данном случае означает, что ценные бумаги или права на них передаются кредитору "на всякий случай", то есть на случай невыполнения должником (покупателем) своих обязательств. Если такой случай не происходит, то ценные бумаги или права на них возвращаются должнику (покупателю).

Использование ценных бумаг в качестве средства обеспечения зависит от степени вероятности или величины риска того, что определенные обязательства могут быть невыполненными. Чем меньше такая вероятность или риск, тем меньшей является необходимость использовать ценные бумаги в данном качестве. С другой стороны, если вероятность или риск невыполнения обязательств являются ничтожными либо их вообще не существует, то в таких случаях и ценные бумаги, как правило, не используются в качестве средства обеспечения.

## **◆ СТОИМОСТНЫЕ И ЦЕНОВЫЕ ФАКТОРЫ ЦЕННЫХ БУМАГ**

Термин "стоимостные факторы" ценных бумаг используется здесь для обозначения таких факторов, как надежность определенных ценных бумаг; продолжительность их "жизни", а также ликвидность.

К категории ценовых факторов относится, главным образом, фактор спроса-предложения.

Было бы неверно утверждать, будто только вышеперечисленные факторы могут быть отнесены к соответствующим категориям. Рынок ценных бумаг представляет собой сложную феноменологическую систему, и поэтому в каждый данный момент он является огромной совокупностью одновременно взаимодействующих друг с другом факторов. Феноменологическая система рынка ценных бумаг рассматривается в заключительной части брошюры, и, ознакомившись с ней, читатель имеет возможность самостоятельно судить о том, какие другие факторы можно было бы отнести к категории "стоимостных" и "ценовых". Здесь же будут рассмотрены только вышеперечисленные.

### **Стоимостные факторы**

#### **Надежность ценных бумаг**

Под надежностью ценных бумаг обычно понимают степень риска, которому подвергается инвестор, когда он приобретает какие-либо ценные бумаги. Каждый инвестор, вкладывая средства в ценные бумаги, рискует определенным образом. Постоянное

существование риска объясняется полицентрическим характером общерыночного взаимодействия. Он может быть большим или меньшим, либо минимальным; однако вложение средств в ценные бумаги практически всегда представляет собой рискованное дело. Абсолютно безрисковых ценных бумаг не существует даже теоретически.

Под риском в данном случае понимается вероятность того, что эмитент, выпустивший определенные ценные бумаги, не сможет выполнить полностью, частично или своевременно взятые на себя обязательства, о которых сообщено в условиях выпуска (7).

Условия выпуска представляют собой официальный документ эмитента, в котором провозглашаются объем и виды взаимных прав и обязанностей, возникающих между ним и собственником ценной бумаги. Эмитент, кем бы он ни был - органом государства или негосударственной организацией - при выпуске ценных бумаг обязан официально заявить об условиях, на которых они выпускаются. Другими словами, в условиях выпуска эмитент сообщает о том, какие конкретно права и обязанности возникнут у него вследствие выпуска в обращение данных ценных бумаг, и какие права и обязанности возникнут у собственников указанных ценных бумаг. Потенциальный инвестор, ознакомившись с условиями выпуска ценных бумаг, оценивает, насколько рискованным для него будет приобретение данных ценных бумаг, заслуживает ли доверия эмитент, какова реальная вероятность того, что эмитент не сможет выполнить свои обязательства, либо выполнит их частично, либо несвоевременно, насколько доходным является отрасль, или предприятие, либо проект, в которые эмитент будет вкладывать деньги инвестора и так далее. Оценив эти, а также другие аспекты, потенциальный инвестор принимает решение относительно целесообразности приобретения данных ценных бумаг. Ценные бумаги считаются относительно надежными, если риск, существующий при их приобретении, является небольшим. И наоборот, чем более рискованным мероприятием является вкладывание средств инвестора, тем менее надежными для него являются данные ценные бумаги. Обратная взаимозависимость между надежностью и рискованностью влияет на стоимость ценных бумаг.

Последняя является тем выше, чем менее надежными и более рискованными являются конкретные ценные бумаги.

Инвесторы, как правило, не желают рисковать, если они не могут рассчитывать на соответствующее вознаграждение (8). Поэтому, при выпуске ценных бумаг, эмитент обычно заявляет о факторах риска. При выпуске долговых ценных бумаг вознаграждение инвестору может устанавливаться в виде процентов либо дисконта (более подробно об этом речь будет идти в подпараграфе "облигации" данной главы); при выпуске акций размер вознаграждения обычно прямо не указывается, однако подразумевается и выражается в эмиссионной цене акций.

### **Определенность**

Определенность, как стоимостный фактор, является близким к фактору надежности или рискованности, однако все-таки является относительно самостоятельным (9). Различие между ними заключается в следующем. В первом случае речь идет о том, что инвестор осознает существование вероятности того, что эмитент может не выполнить взятые на себя обязательства, и потому он - инвестор - может понести убытки. Во втором случае речь идет о возможности инвестора судить о чем-то с большей или меньшей степенью достоверности. Определенность помогает ориентации инвестора и влияет на его решения относительно приобретения или неприобретения конкретных ценных бумаг.

В виду полицентрического характера общерыночного взаимодействия, а также существования взаимосвязей между экономическими и неэкономическими факторами, говорить о существовании абсолютной определенности практически невозможно. Она существует лишь как относительная. Более подробно об определенности речь будет идти в заключительной части брошюры. Здесь же необходимо отметить следующее.

Инвестор, вкладывая средства в ценные бумаги, не всегда имеет возможность достоверно полагать о том, удастся ли ему вернуть свой вклад и получить доход по нему. То

есть он пребывает в состоянии большей или меньшей неопределенности. С учетом этого, инвестор определяет свою готовность вложить средства в ценные бумаги или воздержаться от этого. Как правило, инвесторы не желают приобретать что-либо на рынке ценных бумаг, если будущая судьба их вложений является в большой мере неопределенной.

Другими словами, как и в случае с рискованностью, взаимозависимость между стоимостью и определенностью имеет обратный характер. Чем больше определенность, тем меньшей является стоимость конкретных ценных бумаг, и наоборот.

### **Продолжительность "жизни" ценных бумаг**

Продолжительность "жизни" ценных бумаг, как стоимостный фактор, большее значение имеет для долговых ценных бумаг, однако он также учитывается и при определении стоимости ценных бумаг, подтверждающих участие (членство).

Все ценные бумаги имеют определенный цикл "жизни". Эмитенты выпускают их (то есть "дают им жизнь"), затем они находятся в обращении либо хранятся (то есть "живут"), и наконец, изымаются из обращения либо погашаются (то есть "прекращают жизнь"). Даже те ценные бумаги, которые выпущены на неопределенный срок, являются лишь теоретически бессрочными.

При выпуске долговых ценных бумаг в подавляющем большинстве случаев эмитент указывает срок, на который они выпускаются, и по наступлении которого он обязуется полностью выполнить свои обязательства перед инвестором. При выпуске акций и других ценных бумаг, подтверждающих участие, даже если эмитент и не называет срок, на который они выпускаются, период их "жизни" обычно ограничивается перечислением случаев, при наступлении которых эмитент прекратит свое существование. Вместе с ним прекратят "жизнь" и выпущенные им ценные бумаги.

Стоимость конкретных ценных бумаг всегда находится в прямой зависимости по отношению к продолжительности их "жизни". Это означает, что чем большее количество времени включает в себя понятие "жизнь" ценной бумаги, тем большей является ее стоимость.

Например, один и тот же эмитент выпускает облигации с продолжительностью "жизни" в 1 год и 10 лет. Стоимость последних в конечном счете будет выше по сравнению со стоимостью первых. Это означает, что процент по 10-летним облигациям будет выше, чем процент по облигациям, выпущенным на 1 год. Данное положение дел нетрудно понять. Период "жизни" долговой ценной бумаги в сущности означает период времени, на который инвестор предоставил кредит эмитенту. Чем больше данный промежуток времени, тем большей должна быть плата за кредит.

При выпуске акций, если эмитент получает прибыль, доход собственника акций может быть получен в виде дивиденда, в виде увеличения его доли в имуществе эмитента, либо и то, и другое вместе. Чем дольше эмитент осуществляет свою хозяйственную деятельность прибыльно, тем больше доходы акционера, а значит и стоимость акций, выпущенных эмитентом.

### **Ликвидность ценных бумаг**

Под ликвидностью ценных бумаг обычно подразумевают способность ценных бумаг превращаться в деньги. Другими словами, ликвидность означает быстроту, с которой определенные ценные бумаги могут быть проданы на рынке.

Указанная способность может быть большей у одних ценных бумаг и меньшей у других. То есть одни ценные бумаги быстро продаются и покупаются на рынке, другие - более медленно. В первом случае говорят о ликвидных ценных бумагах, во втором - неликвидных.

Ликвидные ценные бумаги легко переходят из собственности одних инвесторов в собственность других. Можно сказать, на них в любой момент времени существует спрос и предложение.

Неликвидные ценные бумаги, как правило, с трудом и медленнее переходят из собственности одних инвесторов в собственность других.

В связи с этим ликвидные и неликвидные ценные бумаги различаются по стоимости. Для любого инвестора, кроме прочих критериев оценки конкретных ценных бумаг, большое значение имеет наличие возможности продать эти ценные бумаги в нужный ему момент. Чем больше такая возможность, тем лучше инвестору. Он может в любой момент получить деньги от продажи ценных бумаг и употребить их по своему усмотрению. За такую привилегию инвестору приходится платить (10). Поэтому ликвидные ценные бумаги обычно являются менее доходными для него.

Таким образом, стоимость ценных бумаг находится по отношению к ликвидности в обратной взаимосвязи. Чем более ликвидными являются определенные ценные бумаги, тем меньшей является их стоимость.

### **Ценовые факторы ценных бумаг**

Основным фактором, влияющим на колебания цен на определенные ценные бумаги, является фактор спроса-предложения. Данный фактор является одним из наиболее важных законов функционирования рыночного механизма.

Суть закона спроса-предложения заключается в следующем. Цена на определенные товар, работу, услугу, ценную бумагу в каждый данный момент времени на данной территории зависит от соотношения между спросом и предложением на данный товар, работу, услугу, ценную бумагу. Причем, в случае, когда спрос превышает предложение, цена имеет тенденцию увеличиваться; когда предложение превышает спрос, цена имеет тенденцию уменьшаться. Действие фактора спроса-предложения на рынке ценных бумаг имеет некоторые особенности. В отличие от других рынков (товаров, услуг и так далее) на которых отношения спроса и предложения отражают, большей частью, состояние реальной взаимосвязи между производством и потреблением, на указанном рынке данное соотношение может зависеть как от объективных условий, так и чисто игровых (иногда последние также называют спекулятивными). На рынке ценных бумаг все участники преследуют свои цели, для достижения которых они вынуждены постоянно принимать определенные решения и воплощать их в жизнь. При принятии решений оцениваются текущее состояние и перспективы конкретных ценных бумаг. Различия в решениях приводят к тому, что в одних случаях количество желающих продать конкретные ценные бумаги является большим, чем желающих купить; в других - наоборот. Постоянное взаимодействие спроса и предложения в течение одного и того же дня на развитом рынке ценных бумаг способно много раз склонять чашу весов то в одну, то в другую сторону. Таким образом, в каждый данный момент соотношение спроса и предложения в сущности представляет собой сложную совокупность независимо принятых решений. Результат их взаимодействия отражается на движении цен.

Для того, чтобы соотношения спроса и предложения были более реальными, чем искусственными, последние годы на фондовых биржах устанавливаются определенные ограничения на изменение цен. При повышении этих ограничений торговля по конкретным видам ценных бумаг может быть приостановлена, вплоть до проведения расследования специальным государственным органом, отвечающим за упорядочение рыночных отношений (комиссией по ценным бумагам).

Вместе с тем, следует отметить, что на развитых зарубежных рынках ценных бумаг существование игроков и их поведение воспринимаются как нормальное явление, если игры ведутся по правилам. Игроки - это участники рынка ценных бумаг, которые проявляют готовность идти на риск, разрабатывают для себя определенную тактику поведения, быстро реагируют на изменяющиеся условия. Однако если вследствие действий игроков спрос и предложение, а вместе с ними и цены на определенные ценные бумаги начинают формироваться и изменяться искусственно и резко, то государственные органы и фондовые

биржи предпринимают меры по пресечению такой деятельности. "Игра не по правилам" осуждается на развитых рынках ценных бумаг.

Стоимостные и ценовые факторы ценных бумаг взаимодействуют друг с другом и влияют на цены на конкретные ценные бумаги. В каждый данный момент мера влияния определенного фактора или группы факторов может быть большей или меньшей. В ряде случаев на реальную цену конкретной ценной бумаги большее влияние оказывают стоимостные факторы, а спрос-предложение не влияет активно; в других - наоборот. В любом случае следует признать, что реальная цена конкретной ценной бумаги представляет собой результат взаимодействия множества факторов, складывающихся на определенный момент, как тех, о которых шла речь выше, так и тех, о которых здесь не упоминалось.

### ♦ ТЕОРИЯ ВНУТРЕННЕЙ СТОИМОСТИ ЦЕННЫХ БУМАГ

В теории и практике развитых зарубежных рынков ценных бумаг используется понятие экономической или внутренней стоимости ценных бумаг (economic-value or intrinsic-value). Указанная стоимость представляет собой как бы взгляд на стоимость ценных бумаг, находящихся в настоящее время в обращении, с точки зрения будущего, то есть "обратной перспективы". Сущность данной теории заключается в следующем. Предполагается, что внутренняя стоимость ценной бумаги так или иначе отражается в ее текущей цене. Спрос и предложение, которые влияют на текущую цену, также в значительной мере основываются на учете экономической (внутренней) стоимости. Текущую цену ценной бумаги данная теория рассматривает как величину дисконтированную по отношению ко всей сумме доходов, которые в будущем можно получить по данной ценной бумаге (11). Будущий доход можно получить в какой-либо будущий момент "жизни" ценной бумаги, либо как сумму доходов, приходящихся на множество отдельных периодов будущей "жизни" ценной бумаги. После того, как будет определена такая стоимость, инвестор сравнивает ее с существующей ценой и принимает решение о целесообразности приобретения или продажи ценной бумаги.

Существует несколько основных правил, которых следует придерживаться при принятии таких решений (12). В частности, первое правило ("**покупай!**") гласит: если текущая цена на ценную бумагу является меньшей по отношению к ее внутренней стоимости, то такую ценную бумагу нужно приобретать, поскольку в будущем цена на нее непременно поднимется, и ее можно будет продать с выгодой.

Второе правило ("**продавай!**") предписывает: если текущая цена на ценную бумагу превышает величину ее внутренней стоимости, то такую ценную бумагу следует продать во избежание убытков, поскольку в будущем цена на нее обязательно упадет.

Третье правило ("**не торгуй!**") устанавливает: если текущая цена на ценную бумагу имеет величину, равную величине ее внутренней стоимости, то обе находятся в равновесии и не следует ожидать, что цена изменится. Это означает, что ценная бумага правильно оценивается рынком, и нет никакой возможности получить прибыль от продажи или покупки такой ценной бумаги.

Четвертое правило ("**торгуй взаимы!**") советует: если величина текущей цены на ценную бумагу превышает величину ее внутренней стоимости настолько, что есть все основания ожидать, что в будущем цена обязательно упадет, то следует такую ценную бумагу одолжить у кого-то и продать, с тем, чтобы купить ее впоследствии по более дешевой цене, возратить долг и получить прибыль от разницы цен.

Несмотря на то, что указанные выше правила являются несложными, на практике, как отмечают специалисты, их бывает не так-то легко применить, поскольку в большинстве случаев не удастся правильно определить экономическую (внутреннюю) стоимость акций.

Виды ценных бумаг

Наиболее типичными видами ценных бумаг, которые выпускаются и обращаются на рынках ценных бумаг различных стран, являются следующие: акции, облигации, депозитные сертификаты, векселя (коммерческие бумаги), инвестиционные сертификаты. В некоторых

странах, включая Украину, к категории ценных бумаг также относят приватизационные бумаги. Как правило, в большинстве зарубежных стран контракты по поводу ценных бумаг, опционы (options) и фьючерсы (futures) - не рассматриваются в качестве ценных бумаг. Их называют "контрактами с ценными бумагами" либо "производными инструментами". В отечественной литературе для их обозначения используются термины "деривативы" (derivatives) или "деривационные инструменты" (derivative instruments). Поэтому обычно различают понятия "рынок ценных бумаг" и "рынок производных инструментов", и рассматривают последний в качестве самостоятельного рынка.

## ♦ АКЦИИ

### Понятие акции

Акция (stock, share) представляет собой денежный документ, подтверждающий конкретно-долевое участие (членство) в организации-эмитенте на правах сособственника, указывает на то, что уставной фонд эмитента разделен на определенное количество равных долей и предоставляет ее собственнику (акционеру) определенные имущественные и неимущественные права. Эмитент самостоятельно принимает решение относительно того, каким по размеру будет его уставной фонд, и на сколько равных долей он будет разделен. При этом эмитент должен учитывать установленные законодательством ограничения, касающиеся минимальных размеров уставного фонда, если таковые существуют. Собственник акции (акционер) является сособственником имущества, денежных средств, ценных бумаг, а также имущественных и неимущественных прав, принадлежащих эмитенту на правах собственности. Конкретно-долевое участие акционера означает не только то, что ему принадлежит определенная доля уставного фонда эмитента, но также и то, что ему принадлежит пропорциональная этой доле часть вышеперечисленной собственности эмитента, накопленной последним в процессе предпринимательской деятельности.

### Взаимные права и обязанности акционера и эмитента

Вследствие приобретения акции между акционером и эмитентом возникает ряд взаимных прав и обязанностей. Права акционера обычно подразделяют на имущественные и неимущественные. К первой группе могут относиться: право на получение дохода в виде дивиденда; право на получение части его имущества, денежных средств, ценных бумаг, имущественных и неимущественных прав, которые остаются у него после расчетов с бюджетом и кредиторами; право на приобретение по льготной цене акций нового выпуска либо иных ценных бумаг, выпускаемых впоследствии эмитентом; право на приобретение по льготной цене товаров и услуг, производимых эмитентом; право на ограниченную ответственность в пределах долевого участия по долгам эмитента перед третьими лицами в случае ликвидации последнего. (В данном контексте термином "третьи лица" обозначаются кредиторы эмитента, его партнеры по хозяйственной деятельности, трудовой коллектив и некоторые другие).

К группе неимущественных прав акционера могут относиться: право на участие в управлении делами эмитента; право голоса на общем собрании акционеров; право на выдвижение кандидатур в выборные руководящие органы эмитента; право на внесение предложений относительно хозяйственной деятельности эмитента; право на получение регулярных отчетов эмитента, касающихся результатов его хозяйственной деятельности и финансового состояния; право на получение от эмитента материально-значимой информации, то есть информации, которая может существенно повлиять на решение акционера относительно покупки новых или продажи имеющихся акций; право на участие в разделе собственности, принадлежащей эмитенту, в случае его ликвидации и некоторые другие.

Основными обязанностями акционеров могут быть следующие: обязанность своевременно оплатить стоимость акций, продаваемых по подписке; сообщать эмитенту по запросу сведения о том, является ли он действительным либо номинальным собственником

акций; предоставлять эмитенту информацию, заносимую в книгу регистрации именных акций; ставить в известность эмитента в случае приобретения 5 и более процентов выпущенных акций и ряд других.

Существование прав и обязанностей у акционера по отношению к эмитенту означает также наличие определенных прав и обязанностей у последнего по отношению к первому. Например, в группу прав эмитента могут быть включены: право на требование информации, которую акционер обязан сообщать эмитенту согласно уставу; право на определение направлений хозяйственной деятельности; право на заключение контрактов от своего имени; право на участие в суде в качестве истца или ответчика от своего имени; право отвечать по своим обязательствам и не отвечать по обязательствам акционера; право на распоряжение судьбой выпущенных, но неоплаченных в установленные сроки акций; право на защиту от предложения о "недружественном поглощении" и ряд других.

В числе основных обязанностей эмитента обычно называют:

обязанность проводить ежегодные собрания акционеров; обязанность направлять акционерам ежегодные отчеты о результатах хозяйственной деятельности и финансовом состоянии; обязанность выплачивать дивиденды в сроки, указанные в уставе либо условиях выпуска акций;

обязанность сообщать акционерам материально значимую информацию, а также некоторые другие.

Виды акций

В зависимости от избранных критериев акции могут быть определенным образом классифицированы по видам. В зарубежной литературе виды акций также еще называют "классом акций" (class). Существуют следующие виды (классы) акций: простые и привилегированные; именные и на предъявителя; номинальные и безноминальные; отечественные и иностранные; платные и премиальные; имеющие свободное хождение и с ограниченным хождением, и другие.

### **Простые акции**

Простые акции также называют еще обычными (common shares).

Собственник такой акции, как правило, имеет один голос на собрании акционеров. Доход в виде дивиденда по простой акции выплачивается в последнюю очередь, то есть после выплаты дивидендов по привилегированным акциям. Дивиденды, как правило, выплачиваются в случае получения эмитентом достаточного количества чистой прибыли (net profit or after tax profit). Если эмитент по результатам годичной деятельности получил незначительную прибыль, либо закончил хозяйственный год с убытком, то дивиденды по простой акции, как правило, не выплачиваются. То есть выплата дивидендов по простым акциям не гарантируется эмитентом.

В практике зарубежных стран, однако, имеют место случаи, когда эмитент, если это не запрещено его учредительными документами, может выплачивать дивиденды по простым акциям за последний год даже тогда, когда он не получил достаточной прибыли или закончил год с убыточными показателями. Дивиденды тогда выплачиваются за счет накопленной за последние годы нераспределенной прибыли эмитента. В Украине действующее законодательство разрешает эмитентам выплачивать дивиденды по акциям за счет прибыли, полученной в конкретном году.

В ряде стран, в том числе и Украине, решение о выплате и размерах дивидендов по простым акциям принимается общим собранием акционеров. В других - такое право предоставляется совету директоров (выборному руководящему органу эмитента), а общее собрание акционеров только утверждает данное решение.

При ликвидации эмитента собственник обычной акции получает пропорциональную часть имущества эмитента в последнюю очередь, то есть после расчета эмитента с государством, кредиторами, трудовым коллективом и собственниками привилегированных акций.

### **Привилегированные акции**

Привилегированные акции (preferred shares) называются так потому, что их собственник имеет определенные привилегии по сравнению с собственником обычных акций этого же эмитента. Сущность привилегий обычно закрепляется в учредительных документах эмитента. Чаще всего привилегия заключается в том, что собственник привилегированной акции получает фиксированный доход в виде дивиденда. Кроме того дивиденды по привилегированным акциям выплачиваются до выплаты дивидендов по обычным акциям и безотносительно того, получил ли эмитент прибыль в истекшем хозяйственном году. Это означает, что дивиденды по привилегированным акциям выплачиваются даже тогда, когда по обычным акциям они не выплачиваются. В ряде случаев, когда дивиденд по простой акции превышает фиксированный дивиденд по привилегированной акции, эмитент, если это определено учредительными документами, может увеличить размер последнего с тем, чтобы доходы по простым и привилегированным акциям были одинаковыми.

Иногда выпускаются **кумулятивные привилегированные акции** (cumulative shares). Это означает, что фиксированный дивиденд по привилегированной акции в определенном году или в течение нескольких лет не выплачивается, хотя и начисляется. Акционер получит доход в следующем за пропущенным или пропущенными годами, и этот доход будет состоять из суммы дивидендов, которые были начислены за все пропущенные годы. То есть в одной выплате будут аккумулированы несколько дивидендов.

При ликвидации эмитента собственник привилегированной акции обычно получает пропорциональную часть имущества эмитента в предпоследнюю очередь, то есть после расчета эмитента с государством, кредиторами и трудовым коллективом. Однако бывают и исключения, и учредительные документы эмитента могут регулировать данные отношения по-иному. Во многих случаях предоставление эмитентом имущественных привилегий сопровождается лишением собственника привилегированной акции ряда прав: права на участие в управлении делами эмитента, права на голосование, права на выдвижение кандидатур и некоторых других.

В практике развитых рынков, например, американского, встречаются случаи, когда привилегированность может выражаться не только в имущественном аспекте, но и в неимущественном. В частности, наряду с простыми акциями класса "1 акция - 1 голос", могут выпускаться привилегированные акции класса "1 акция - определенное количество голосов".

### **Именная акция**

Именная акция (registered share) представляет собой ценную бумагу, на бланке которой указывается имя ее собственника. При выпуске таких акций эмитент должен завести книгу регистрации именных акций, в которую заносятся сведения о их собственниках - реальных или номинальных. В книге регистрации обычно указывается количество и номера акций, которые принадлежат конкретному инвестору. Если право собственности на определенную акцию переходит к другому инвестору, то в книгу регистрации должны быть внесены соответствующие изменения.

Указанную книгу может вести сам эмитент (в Украине, например, многие эмитенты так и поступают); эта функция также может передаваться другим учреждениям - регистраторам либо депозитариям. Именные акции представляют собой сертификатные, а не электронные ценные бумаги. При смене собственности на такую акцию эмитент может изъять акцию, в которой указано имя прежнего инвестора и выдать новому собственнику другую акцию, проставив в ней имя последнего. Однако эмитент может поступить и по-иному. На обороте бланка акции может быть указано имя нового собственника и дата совершения передачи, заверенные подписью должностного лица, уполномоченного подписывать бланки акций. Все это затем заверяется печатью эмитента.

### **Акция на предъявителя**

Акция на предъявителя (bearer share) в отличие от именной может выпускаться как в бумажной, так и в безбумажной форме. Когда она выпускается в бумажной форме, то на ее бланке ничье имя не указывается. Если же она выпускается в виде компьютерной записи, то в файле электронного депозитария против фамилии собственника просто указывается количество акций. Эмитент, выпустивший акции на предъявителя, может не знать, в каждый данный момент, кто является его акционером и каким количеством его акций владеют конкретные инвесторы. Переход таких акций из собственности одних инвесторов в собственность других не требует, чтобы на бланке фиксировалась дата переуступки, ставилась подпись должностного лица и печать эмитента.

По именной акции эмитент будет выплачивать дивиденды тому лицу, которое на момент выплаты значится как ее собственник в книге регистрации. При выплате дивидендов по акциям на предъявителя, они будут выплачиваться лицу, которое предъявит принадлежащие ему акции либо соответствующий документ депозитария о том, что этому инвестору принадлежит определенное количество акций, и они находятся на хранении в депозитарии.

Если акции на предъявителя выпущены в виде электронных ценных бумаг, то эмитент сообщает о размерах дивидендов депозитарию, и тот, основываясь на данных файла акционеров, производит выплату дивидендов. В ряде случаев депозитарий может выдавать документы, подтверждающие наличие акций в собственности конкретных инвесторов, по которым последние могут получить деньги у эмитента. Существуют также схемы, когда вся сумма дивидендов перечисляется депозитарию, а тот перечисляет конкретные дивиденды на банковские счета инвесторов. В этом случае инвесторы получают свои дивиденды в банках.

### **Номинальная и безноминальная акции**

В традиционном контексте номинальная акция представляет собой ценную бумагу, на бланке которой указана ее номинальная стоимость (par value). В отличие от нее, на бланке безноминальной акции номинальная стоимость не указывается. Электронные акции также могут быть номинальными и безноминальными. В первом случае номинальная стоимость акции указывается в компьютерном файле наряду с количеством акций, во втором - просто указывается количество акций.

### **Отечественные и иностранные акции**

Отечественными акциями являются такие акции, которые выпущены и находятся в обращении на территории государства, в котором осуществлена государственная регистрация эмитента. По отношению к другим государствам, на территории которых будут заключаться сделки по поводу акции данного эмитента, они будут иностранными акциями. Например, эмитент, головной офис которого находится в Украине и который внесен в украинский государственный реестр юридических лиц, выпустил акции, часть которых находится в обращении в Украине, а часть за пределами Украины. Те акции, которые обращаются на украинском рынке ценных бумаг, являются отечественными; те, которые обращаются на зарубежных рынках, будут являться по отношению к последним иностранными. С другой стороны, если головной офис эмитента находится в какой-либо зарубежной стране, и в этой стране эмитент внесен в государственный реестр, то его акции, если они находятся в обращении на территории Украины, являются иностранными.

### **Платные акции**

Платными акциями называются акции, которые продаются эмитентом непосредственно или через посредников в собственность инвесторов. Эмитент осуществляет продажу акций при их выпуске. Инвестор, приобретая акции, оплачивает их стоимость. Законодательство Украины, как и законодательство многих стран, допускает возможность оплаты стоимости выпускаемых акций деньгами, имуществом, имущественными и

неимущественными правами, ценными бумагами.

### **Премияльные акции**

В целях увеличения уставного фонда эмитент может делать дополнительные выпуски акций. Акции дополнительного выпуска также могут продаваться либо акционерам, либо новым инвесторам. Однако бывают случаи, когда эмитент принимает решение о капитализации части своей накопленной с годами нераспределенной прибыли. То есть на определенную сумму указанной прибыли дополнительно выпускается соответствующее количество акций с номинальной стоимостью, равной номинальной стоимости ранее выпущенных акций. При этом средства нераспределенной прибыли превращаются в средства уставного фонда (капитализируются) и засчитываются как оплата акций дополнительного выпуска. В свою очередь акции дополнительного выпуска бесплатно передаются эмитентом в собственность акционеров с соблюдением соответствующей пропорциональности. Если акционеры не оплачивают стоимость таким образом полученных акций, и последние достаются им даром, то такие акции называются премияльными.

### **Акции свободного обращения и акции ограниченного хождения**

В зарубежной практике регулирования рынков ценных бумаг не имеется единого количественного критерия, на основе которого можно было бы четко утверждать, что определенные акции являются акциями свободного обращения, в то время как другие являются акциями ограниченного хождения. Этот вопрос связан с вопросом определения открытого и закрытого выпусков акций. Поэтому многие законодательства, включая и украинские, дают описательные критерии разграничения. В частности, когда эмитент предлагает свои акции к продаже всем потенциальным инвесторам, а не какой-то определенной группе, то такой выпуск считается открытым. То есть в данном случае эмитент не знает заранее, кто из потенциальных инвесторов станет его акционером. Если же эмитент продает свои акции определенным и известным ему инвесторам, то такой выпуск является закрытым.

Однако не все страны применяют описательный критерий при разграничении свободного и ограниченного хождения. Например, согласно разъяснению Министерства финансов Японии, открытым выпуском акций признается такой, когда акции определенного эмитента находятся в собственности более 50 инвесторов (13).

Как правило, акции открытого выпуска в последующем находятся в свободном обращении (имеют свободное хождение). Акции закрытых выпусков в дальнейшем могут находиться в ограниченном обращении (иметь ограниченное хождение) либо вообще вне всякого обращения.

Свободное обращение означает, что акции эмитента свободно могут переходить из собственности одних инвесторов в собственность других, и по ним может заключаться множество сделок. Никаких ограничений на их хождение условиями выпуска не устанавливается.

Ограниченное хождение означает, что акционеры могут отчуждать имеющиеся у них акции третьим лицам, то есть за пределы круга акционеров данного эмитента, при соблюдении определенных условий. Такими условиями могут быть, например, установление запрета акционерам отчуждать имеющиеся у них акции в течение определенного периода времени; допустимость отчуждения акционером акций после получения согласия на это эмитента и некоторые другие.

Вне обращения акции находятся в тех случаях, когда акционеры не могут отчуждать имеющиеся у них акции третьим лицам, то есть за пределы круга акционеров, однако могут их отчуждать друг другу или эмитенту. В последнем случае эмитент также не имеет права продавать выкупленные акции третьим лицам, но может продать их своим акционерам.

### **Значительный и контрольный пакет акций**

Акционер может иметь в собственности одну, несколько или множество акций одного

эмитента. В последних двух случаях говорят, что ему принадлежит пакет акций. То есть под пакетом акций подразумевается наличие в собственности одного и того же акционера большего, чем одна, количества акций одного и того же эмитента. В зависимости от того, сколько акций находится в пакете, различают значительные и контрольные пакеты акций.

Под **значительным пакетом** (significant shareholding) понимается такой пакет акций, при наличии которого акционер имеет возможность оказывать достаточно существенное влияние на управление делами эмитента. Это означает, что акционер имеет достаточно большие возможности продвигать своих кандидатов в совет директоров, оказывать влияние на формирование исполнительного органа эмитента (правления, совета менеджеров), а также на выбор направлений деятельности эмитента.

Однако, кроме качественных показателей, значительные пакеты акций имеют также и вполне определенные количественные критерии. Последние, как правило, закрепляются в законодательных актах. Например, в США значительными пакетами акций являются пакеты в 10, 20, 40 процентов акций определенного эмитента (14). В Европейском союзе к ним относятся пакеты в 5, 10, 25, 30..... процентов акций конкретного эмитента (15). В последнее время в связи с расширением интернационализации рынков ценных бумаг минимальный размер значительного пакета часто определяется как 5% акций одного эмитента (16).

В соответствии с законами ряда стран акционеры, владеющие значительными пакетами акций, должны извещать об этом как эмитента, так и специальные государственные органы, регулирующие рынки ценных бумаг (комиссии по ценным бумагам). В ряде стран требуется, чтобы регистрации подлежали акционеры, являющиеся собственниками пакетов в 5 и более процентов акций определенного эмитента. В США, например, установлено несколько "пределов", по преодолении которых в ту или иную сторону, акционеры должны извещать комиссию по ценным бумагам. Это означает, что акционер, который приобрел 10% акций (один из пределов) должен известить об этом комиссию. То же самое он должен сделать, если в последующем он достигнет или преодолит второй предел - в 20% акций. Он также должен сообщить комиссии по ценным бумагам о том, что его пакет уменьшился, скажем, до 15% акций либо стал менее 10% акций (17).

Под **контрольным пакетом** акций определенного эмитента (сop-1гоШп§ 5пагеЬo1с[t§) традиционно понимается пакет, на основании которого акционеру принадлежит "50% + 1 голос". Это означает, что все более крупные, чем этот, пакеты акций также являются контрольными. То есть акционер, владеющий контрольным пакетом акций получает возможность провести в состав совета директоров или правления (совет менеджеров) любого своего кандидата, выдвигать и проводить на собрании акционеров любое предложение, влиять на направления деятельности эмитента и так далее. Словом, он получает возможность определять дальнейшую судьбу эмитента.

В реальной жизни в зависимости от меры распыленности акционерного капитала, контрольные пакеты акций могут быть меньшими, чем традиционный, например, 20, 25, 30 или 40% акций. Коль скоро законодательство многих зарубежных стран устанавливает обязанность регистрации значительных пакетов акций, то тем самым оно устанавливает аналогичную обязанность и в отношении контрольных пакетов акций.

#### Портфель акций

В некоторых случаях инвестор имеет в собственности акции различных эмитентов, и тогда говорят, что он является собственником портфеля акций. Это означает, что он является акционером нескольких эмитентов одновременно. Как правило, портфель акций формируется для достижения определенных целей на рынке ценных бумаг. Понятие портфеля акций включает в себя не только элемент собственности на акции различных эмитентов, но элементы деления акций по видам (например, простые и привилегированные), а также количества, в которых представлены акции различных видов и различных эмитентов.

Обычно портфели, состоящие исключительно из акций, представляют собой довольно редкое явление. Более распространенными являются случаи, когда инвесторы владеют портфелями ценных бумаг, то есть в состав которых, кроме акций, также входят и другие

ценные бумаги.

### **Уполномоченные к выпуску и выпущенные акции**

В практике развитых зарубежных рынков различают понятия "уполномоченные к выпуску акции" (stocks) и "выпущенные акции" (shares). При образовании эмитент определяет размеры уставного фонда и общее количество долей, на которые разделяется этот фонд. При регистрации выпуска акций регистрирующий государственный орган фиксирует указанное количество акций. Эти акции называются "уполномоченными к выпуску".

После регистрации эмитент определяется с тем, следует ли ему предлагать к продаже все "уполномоченные к выпуску" акции или какую-то их часть. При принятии решения он учитывает, главным образом, потребности в финансовых или иных средствах, необходимых ему для того, чтобы осуществлять хозяйственную деятельность. Если указанные потребности можно удовлетворить за счет продажи всех "уполномоченных к выпуску" акций, эмитент так и поступит. Если же они могут быть удовлетворены за счет продажи части "уполномоченных к выпуску" акций, то он продаст только их часть. Проданные акции и представляют собой "выпущенные акции".

Впоследствии, при возникновении необходимости эмитент может предлагать к продаже оставшиеся "уполномоченные к выпуску" акции или их часть по решению совета директоров. Такие выпуски следует отличать от "дополнительных" выпусков, поскольку в первом случае (при так называемых "сезонных выпусках") (18) размеры уставного фонда не изменяются, а во втором (при дополнительном выпуске) уставной фонд увеличивается.

### **Классификация цен на акции**

Показатель цены на акции имеет важное значение в процессе взаимодействия на рынке. Наряду с другими факторами он учитывается при принятии решения относительно целесообразности приобретения акций конкретного эмитента, их количества, а также времени приобретения.

Существуют следующие виды цен на акции: номинальная, эмиссионная, рыночная и балансовая.

### **Номинальная цена акции**

О номинальной цене (par value ; face value) упоминалось выше как о цене, которая указывается на бланке акции, либо как о стоимости одной доли, на которые разделен весь уставной фонд.

### **Эмиссионная цена акции**

Под эмиссионной ценой (issuing value) понимается цена, по которой акции продаются эмитентом непосредственно или через посредников при их выпуске. Когда эмитент продает выпускаемые акции непосредственно, он может это делать по цене, равной номинальной.

Когда же он прибегает к помощи посредников, то как правило акции продаются по цене выше номинальной. За счет разницы оплачиваются посреднические услуги.

### **Рыночная цена акции**

Рыночная цена (market value) - это цена на акции определенного эмитента, которая существует в каждый данный момент рыночного взаимодействия. Она устанавливается вследствие заключения сделок по данным акциям и в ряде случаев колеблется в зависимости от соотношения спроса и предложения на них в конкретном месте и в конкретное время.

### **Балансовая цена акции**

Балансовая цена (book value) акции представляет собой цену, которая рассчитывается по балансовым документам эмитента. Условно ее определяют как стоимость одной доли имущества эмитента, приходящейся на одну акцию, если бы эмитент подлежал ликвидации в данный момент. Таким образом, говоря о цене на определенные акции, необходимо уточнить, о каком именно виде цены идет речь.

### **Количественные показатели оценки акций и эмитентов**

При принятии решения относительно того, приобретать или не приобретать акции

какого-либо эмитента, инвесторы производят их оценку. Результаты оценки принимаются во внимание также при определении целесообразности продажи имеющихся акций. В практике развитых зарубежных рынков используются самые различные качественные и количественные показатели оценки. Некоторые представляют собой довольно сложные математические формулы, другие являются более простыми коэффициентами. Очевидно, было бы неправильно утверждать, что применение более сложных количественных показателей само по себе гарантирует достижение успеха на рынке ценных бумаг. Основная задача любых показателей заключается не столько в том, чтобы помогать принимать решения относительно тех или иных акций.

Но основываясь только на количественных показателях оценки акций, можно принять как решения, которые приведут к успеху, так и решения, которые приведут к неудаче. Очень часто количественные показатели дополняются качественными, такими как оценка надежности эмитента, его перспективности, репутации и так далее. Другими словами, оценка акций на практике выглядит не только как оценка ценных бумаг эмитента, но и как оценка самого эмитента.

Наиболее распространенными среди показателей **оценки акций** являются такие, как размер дивидендов (19), коэффициенты "текущей цены к доходу на одну акцию", "балансовой цены акции", а также "текущей цены к балансовой цене акции" (20). Среди наиболее распространенных показателей **оценки эмитента** обычно называют показатели его рентабельности, платежеспособности и ликвидности (21). Необходимо помнить, что ряд характеристик эмитента, которые могут учитываться при оценке его акций, не поддается математическим расчетам. Например, оценка перспективности отрасли, в которой эмитент осуществляет деятельность, степень зависимости деятельности эмитента от принимаемых государством политических решений, оценка личностных факторов руководителей эмитента и другие.

## **Оценка акций**

**Размеры дивидендов ("Д").** Способность эмитента выплачивать дивиденды имеет большое значение для инвесторов. Особенно это касается тех инвесторов, кто на рынке ценных бумаг приобретает акции с целью получения дохода по ним уже в ближайшее, а не в отдаленное время. Эмитент, постоянно выплачивающий дивиденды своим акционерам, считается имеющим хорошую репутацию.

При оценке акций инвесторы обращают внимание не только на регулярность выплат дивидендов, но и на их размеры.

Показатель "размер дивидендов" ("Д") означает величину дивиденда, выплачиваемого по одной акции, то есть "дивиденд на одну акцию". При этом имеются в виду простые, а не привилегированные акции. Чистая прибыль, полученная эмитентом в данном году (after tax profit), в зависимости от стратегии хозяйственной деятельности разделяется на распределяемую и нераспределяемую части. Распределяемая часть чистой прибыли (divided profit) идет на уплату дивидендов и поэтому так и называется. Нераспределенная часть прибыли (undivided profit) идет на нужды хозяйственной деятельности эмитента и остается в его распоряжении.

В зарубежных балансовых документах нераспределяемая прибыль зачисляется в графу "резерв". Необходимо отметить, что между украинским и, например, законодательством западноевропейских стран имеется различие относительно определения понятия "резервный фонд". В Украине - это фонд, который образуется, главным образом, в целях покрытия непредвиденных расходов и понесенных убытков. То есть он выполняет функцию как бы внутреннего страхования. Средства, находящиеся в указанном фонде можно использовать только при наступлении определенных обстоятельств и нельзя использовать для повседневной хозяйственной деятельности. В западноевропейских странах "резервный фонд" или "резервы" означает накопленную с годами нераспределенную прибыль. Наряду с

заемными средствами, средства резервов используются эмитентом для осуществления текущей наступлении определенных обстоятельств и нельзя использовать для повседневной хозяйственной деятельности. В западноевропейских странах "резервный фонд" или "резервы" означает накопленную с годами нераспределенную прибыль. Наряду с заемными средствами, средства резервов используются эмитентом для осуществления текущей хозяйственной деятельности самым активным образом.

Бывают годы, когда эмитент всю чистую прибыль направляет на выплату дивидендов либо, наоборот, всю ее направляет в резервы и не выплачивает дивидендов. Как упоминалось выше, в редких случаях эмитент может производить выплату дивидендов за счет части накопленных с годами резервов, то есть нераспределенной прибыли, даже если в истекшем году он не получил вообще никакой прибыли. Размер дивиденда рассчитывается по следующей формуле:

$$D = \frac{P(d)}{S(i)}$$

где D - дивиденд, P(d) - распределяемая прибыль, полученная в данном году или часть накопленной нераспределяемой прибыли, идущая на выплату дивидендов; S(i) - общее количество акций, находящихся в собственности акционеров в данном году. Необходимо помнить о том, что не все "уполномоченные к выпуску" акции могут быть выпущены эмитентом. S(i) - имеет в виду именно выпущенные.

Инвесторы, производящие оценку акций, как правило получают немного полезной информации, если будут рассматривать данный показатель вне его динамики во времени. Частота выплат дивидендов за несколько лет, а также анализ тенденции изменения их размеров будут характеризовать акции эмитента намного больше.

**Доход на одну акцию (EPS).** Указанный показатель оценки акций позволяет проследить динамику изменения доходов на одну акцию в течение ряда лет, а также сопоставить доходы, получаемые по акциям одного эмитента с доходами, получаемыми по акциям других эмитентов. Рассчитывается этот коэффициент следующим образом: чистая прибыль, полученная эмитентом в данном году, разделяется на среднее количество акций, находящихся в собственности инвесторов в этом же году. Таким образом,

$$EPS(y) = \frac{E(NP)}{S(i)}$$

где EPS(y) - показатель "доход на одну акцию" в определенном году, E(NP) - чистая прибыль, полученная эмитентом в данном году, S(i) - среднее количество акций, находившееся в собственности акционеров в этом же году. Последнее рассчитывается как средняя арифметическая величина количества акций, находившихся в обращении в начале года и его конце. То есть,

$$S_{average} = \frac{S(i)_1 + S(i)_2}{2},$$

где S(i)<sub>1</sub> - количество акций в обращении в начале года, S(i)<sub>2</sub> - количество акций в обращении в конце года. Снова-таки речь идет об акциях, которые находились в собственности акционеров, а не об "уполномоченных к выпуску".

Показатель "доход на одну акцию" отличается от показателя "дивиденд на одну акцию" ("размер дивидендов") тем, что последний рассчитывается как соотношение к распределенной части прибыли, полученной за год, в то время как первый - ко всей чистой прибыли, полученной в данном году.

В тех случаях, когда вся чистая прибыль, полученная эмитентом за год, идет на выплату дивидендов, "Д" = "EPS". Вместе с тем, когда вся чистая прибыль, полученная эмитентом за год, направляется в резервы как нераспределенная прибыль, показатель "Д" = 0.

**Коэффициент "дивидендных выплат" (payout ratio).** Указанный коэффициент характеризует соотношение, в котором находится распределяемая часть прибыли, идущая на выплату дивидендов, ко всей части прибыли, полученной эмитентом за истекший хозяйственный год. То есть

$$\text{payout ratio} = \frac{P(d)}{E(NP)},$$

где P(d) - распределяемая часть прибыли, из которой выплачиваются дивиденды, E(NP) - вся чистая прибыль, полученная в определенном году. Данный коэффициент позволяет увидеть, какая доля чистого дохода за год была направлена в данном году на выплату дивидендов. И соответственно, можно получить представление о том, какая доля чистой прибыли за год была направлена на развитие производства.

**"Текущая цена к доходу на одну акцию" (P/E).** Данный показатель характеризует соотношение, в котором находится рыночная цена одной акции определенного эмитента и доход на одну акцию. То есть,

$$P/E = \frac{\text{Price}}{\text{EPS}},$$

где "Price" - рыночная цена одной акции, EPS - доход на одну акцию. Согласно одному из постулатов рынка ценных бумаг, рыночная цена на конкретные акции зависит от соотношения спроса и предложения на них. Таким образом, при неизменной величине "дохода на одну акцию" показатель "текущая цена к доходу на одну акцию" позволяет видеть характер колебания рыночных цен на акции определенного эмитента. То есть, повышение P/E свидетельствует о том, что рыночный спрос на акции увеличился, в то время, как понижение P/E свидетельствует об обратном. В свою очередь повышение спроса или предложения свидетельствует о соответствующей оценке инвесторами текущего и перспективного положения дел эмитента.

**"Балансовая цена акции" (NAV).** Определение балансовой цены акций приводилось выше. Как показатель "балансовая цена акции" рассчитывается следующим образом:

$$NAV = \frac{A - \text{Dbt}}{S(i)}$$

где A - активы эмитента на определенный момент, Dbt - сумма задолженности эмитента всем кредиторам, S(i) - количество выпущенных акций. Данный коэффициент показывает, какую сумму мог бы получить акционер по одной акции, если бы эмитент прекратил свое существование в этот момент. Другими словами, "балансовая цена акции" представляет собой реальную ее стоимость на определенный момент.

**"Текущая цена на одну акцию к балансовой цене акции" (P/NAV).** Данный показатель характеризует соотношение, в котором находится рыночная цена на одну акцию к ее балансовой цене. То есть,

$$P/NAV = \frac{\text{Price}}{NAV},$$

где Price - рыночная цена одной акции, NAV - балансовая цена этой акции. Показатель "текущая цена на одну акцию к балансовой цене акции" свидетельствует о том, насколько инвесторы "ценят" акции определенного эмитента. Если он выше 1 ( $P/NAV > 1$ ), то это свидетельствует о том, что инвесторы уверены в состоянии дел эмитента и ожидают, что в будущем его деятельность будет доходной. Если же он ниже 1 ( $P/NAV < 1$ ), то это свидетельствует об обратном.

### Оценка эмитента

**Рентабельность.** Существует много формул, по которым рассчитывается рентабельность эмитента. Рентабельность - это соотношение, в котором находится прибыль эмитента к сумме средств, задействованных для получения этой прибыли; она исчисляется в процентах. Показатели рентабельности указывают на эффективность использования активов эмитента. Наиболее часто применяются следующие показатели рентабельности: "прибыль на вложенный капитал", "прибыль на активы", "объем продаж на активы" и "прибыль на акционерный капитал".

Показатель "прибыль на вложенный капитал" рассчитывается по-разному. Например, по методике, рекомендуемой Международной организацией труда (22) она рассчитывается таким образом:

$$П/ВК = \frac{\text{балансовая прибыль} + \text{проценты по долгосрочным обязательствам} \cdot 100\%}{\text{вложенный капитал}}$$

где П/ВК - показатель; "балансовая прибыль" определена как прибыль до выплаты налогов; "вложенный капитал" представляет собой сумму активов за вычетом краткосрочных обязательств.

Показатель "прибыль на активы" рассчитывается следующим образом:

$$П/А = \frac{\text{операционная прибыль} \cdot 100\%}{\text{средняя величина активов}}$$

где П/А - показатель; "операционная прибыль" определена как сумма балансовой прибыли и внеоперационных расходов; "средняя величина активов" представляет собой среднеарифметическую величину активов, то есть сумму активов на начало и конец года, разделенную на 2. Показатель "объем продаж на активы" рассчитывается по формуле:

$$ОП/А = \frac{\text{объем продаж} \cdot 100\%}{\text{средняя величина активов}}$$

где ОП/А - показатель; "объем продаж" - выручка, полученная эмитентом от реализации товаров и услуг в данном году; "средняя величина активов" - то же самое, что и в предыдущем случае.

Показатель "прибыль на акционерный капитал" рассчитывается следующим образом:

$$П/АК = \frac{\text{чистая прибыль} \cdot 100\%}{\text{акционерный капитал}}$$

где П/АК - показатель; "чистая прибыль" - прибыль после налогообложения (балансовая прибыль минус налоги), полученная эмитентом в данном году; "акционерный

капитал" - уставной фонд плюс накопленная с годами нераспределенная прибыль. Последний показатель представляет большой интерес для акционеров.

**Платежеспособность.** Как и рентабельность, платежеспособность является важным фактором в оценке эмитента. Под платежеспособностью эмитента обычно понимается его способность в данный момент времени обеспечить своими активами внешние денежные обязательства (23). Эмитенты могут быть в большей или меньшей мере платежеспособными. Чем величина, на которую активы эмитента превышают внешние обязательства, является большей, тем больше его платежеспособность.

Показатель платежеспособности может быть рассчитан следующим образом:  $ПП = \frac{А - ВО}{ФС}$ , где ПП - показатель платежеспособности; А - сумма активов; ВО - сумма внешних денежных обязательств. Данный показатель может быть также выражен в процентах. В этом случае он определяется как соотношение акционерного капитала к общей сумме пассивов эмитента.

$$ПП = \frac{АК \cdot 100\%}{ФС}$$

где ПП - коэффициент платежеспособности; АК - акционерный капитал, то есть средства уставного фонда плюс накопленная с годами нераспределенная прибыль; ФС - общая сумма финансовых средств эмитента, состоящая из акционерного капитала и внешних заемных средств. Чем выше данный коэффициент, тем лучше обеспечены внешние обязательства эмитента.

**Ликвидность.** Ликвидность представляет собой еще один важный показатель оценки эмитента. Под ликвидностью эмитента понимается его способность покрыть краткосрочные внешние обязательства за счет своих текущих активов. Эмитент считается ликвидным, если он может это сделать, и неликвидным, если он не способен это сделать. Он также - может быть ликвидным в большей или меньшей степени.

Достаточно распространенными являются следующие коэффициенты:  
коэффициент ликвидности и коэффициент немедленной ликвидности (24).  
Первый коэффициент рассчитывается следующим образом:

$$КЛ = \frac{ТА}{КО} : 1,$$

где КЛ - коэффициент ликвидности; ТА - текущие активы эмитента; КО - краткосрочные внешние обязательства. К таким обязательствам обычно относятся банковские овердрафты, коммерческие кредиты, банковские кредиты сроком до 1 года. Если коэффициент ликвидности меньше соотношения 1 : 1 (например, 0,3 : 1; 0,5 : 1; 0,8 : 1), то это означает, что краткосрочные внешние обязательства эмитента являются большими, чем его текущие активы, и что отношения с данным эмитентом. становятся для его партнеров более рискованными. В межхозяйственных отношениях наличие денежных средств является более важным, чем прибыль. Для того, чтобы партнеры чувствовали себя более уверенно. во взаимоотношениях с эмитентом, последний должен иметь достаточное количество текущих активов. Денежные средства на счетах в банке - это только часть текущих активов; помимо денег, к ним также относятся ценные бумаги, которые можно быстро продать на рынке, счета заказчиков (дебиторская задолженность), готовая продукция, сырье, материалы.

Вышеперечисленные средства различаются между собой по степени ликвидности. Наиболее ликвидными среди них являются деньги на счетах в банке и наличные деньги. В условиях развитого вторичного рынка ценных бумаг, последние также могут рассматриваться как высоко-ликвидные средства. Остальные, как правило, не считаются высоколиквидными. В связи с этим при оценке ликвидности эмитента часто используется также другой коэффициент - коэффициент немедленной ликвидности который представляет

собой следующее соотношение:

$$\text{КНЛ} = \frac{\text{ВЛА}}{\text{КО}} : 1 ,$$

где КНЛ - коэффициент немедленной ликвидности; ВЛА - высоколиквидные текущие активы; КО - краткосрочные обязательства.

## ♦ ОБЛИГАЦИИ

### Понятие облигации

Облигации представляют собой вид долговых ценных бумаг, подтверждающих наличие кредиторско-дебиторских взаимоотношений между эмитентом и собственником облигации. В этих взаимоотношениях эмитент является заемщиком денежных средств, а собственник облигации - кредитором.

Выпуская облигацию, эмитент тем самым официально заявляет следующее о своей потребности в заемных денежных средствах, сроках, на которые ему понадобятся эти средства; размере вознаграждения, которое он соглашается платить за предоставленные ему заемные средства, в большинстве случаев, о целях, для достижения которых ему нужны такие средства, готовности в будущем возратить долг сполна.

Взаимные права и обязанности эмитента и собственника облигации

Приобретение облигаций устанавливает определенные взаимные права и обязанности для эмитента и собственника облигации. В общем и целом, такие взаимные права и обязанности являются типичными для долговых отношений, существующих между кредиторами и должниками

К числу прав эмитента, например, относятся: право на получение заемных денежных средств в виде оплаты стоимости облигаций, право на распоряжение заемными средствами по своему усмотрению для достижения обозначенной цели, право на использование указанных средств в течение определенного срока, если облигации не являются бессрочными; право на досрочное погашение задолженности по облигациям, если эти облигации являются отзывными (callable); право на выплату вознаграждения по облигациям в виде ценных бумаг, если эти облигации являются конвертируемыми (convertible) и ряд других.

Основными обязанностями эмитента являются следующие: обязанность возратить собственнику облигации заемную сумму денег (principal) полностью; обязанность выплатить обещанное вознаграждение (interest) за пользование заемными средствами; обязанность погасить задолженность в установленные сроки, если облигации являются срочными и некоторые другие.

Приобретение облигаций создает ряд прав и обязанностей также для собственника облигации. Основными правами в этом случае являются: право на возврат полной суммы денег, которую он дал в долг эмитенту (principal); право на получение обещанного эмитентом вознаграждения за использование заемных денежных средств, (interest); право на требование своевременного погашения задолженности; право собственности на данные ценные бумаги. Последнее означает, что он может владеть, пользоваться и распоряжаться принадлежащими ему облигациями без ограничений, если только таковые не устанавливаются условиями выпуска. То есть, он может свободно продавать их обменивать, дарить, использовать в качестве средства платежа либо средства обеспечения.

С другой стороны, собственник облигации обязан: полностью оплатить стоимость облигации, то есть одолжить денежные средства в распоряжение эмитента на обусловленный срок, то есть воздержаться от требования досрочного погашения задолженности; предоставить заемные средства безусловно, то есть не выдвигая при этом каких-либо условий, и некоторые другие.

### **Виды облигаций**

В зависимости от определенных критериев облигации подразделяются на определенные виды. Существуют самые разнообразные классификационные схемы деления облигаций по видам. Наиболее распространенными считаются следующие: в зависимости от эмитента облигации делятся на государственные, местные и институционные; в зависимости от места регистрации основного офиса эмитента и территории обращения облигаций - на отечественные и иностранные; в зависимости от способа оплаты вознаграждения - на процентные, дисконтные, конвертируемые и беспроцентные; в зависимости от сроков, на которые они выпускаются - на краткосрочные, среднесрочные, долгосрочные, бессрочные, а также с правом досрочного погашения; в зависимости от наличия каких-либо ограничений на хождение - на свободно обращающиеся, с ограниченным хождением и вне обращения; в зависимости от надежности – на обеспеченные и не обеспеченные.

### **Государственные облигации**

Государственные облигации представляют собой облигации, выпущенные от имени государства в целом или от имени какого-либо его отдельного органа. То есть эмитентом таких облигаций выступает либо государство в целом, либо отдельные его органы. На развитых зарубежных рынках ценных бумаг государство или его органы, когда они выступают в роли эмитентов, обычно действуют как рядовые участники рынка, то есть наравне с институционными. (Более подробно о системе участников речь будет идти в следующей главе). Как правило, от имени государства в целом облигации выпускаются министерством финансов или аналогичным ему органом государственной исполнительной власти. Облигации, выпущенные от имени конкретного органа государства, выпускаются самим этим органом. Например, законодательство США предоставляет ряду федеральных органов выпускать облигации от своего имени.

Облигации, выпущенные от имени государства в целом, (treasury securities), выпускаются с целью финансирования общегосударственных или бюджетных нужд (25). Государство представляет собой сложный механизм управления обществом. Для обеспечения выполнения государство рассчитывает каждый год, сколько ему нужно на это денег и прикидывает, откуда оно может их взять. Таким образом, появляется расчет государственного бюджета. Как правило, государственные бюджеты во всех странах готовятся исполнительной властью, а утверждаются законодательной. Бюджетное управление общественными отношениями представляет собой наиболее важный способ государственного управления. При помощи бюджетных рычагов государство имеет возможность оказывать влияние на состояние тех или иных сфер жизнедеятельности общества, ускорять или сдерживать их развитие, а значит влиять и на его будущее (26).

Бюджетный механизм определенного государства в каждый данный момент представляет собой сложную систему многочисленных и взаимосвязанных "денежных ручейков", по одним из которых деньги поступают в механизм, по другим - вытекают из него. Денежные потоки "в" механизм и "из" механизма в каждый данный момент различаются по объемам и скорости. В связи с этим у государства часто возникает потребность в заемных средствах. Удовлетворить эту потребность можно путем получения банковского кредита, кредитов иностранных государств, а также путем выпуска ценных бумаг.

В практике государственного управления встречаются случаи, когда государства берут кредиты у своих национальных банков под определенный процент, затем возвращают полученный кредит и платят по нему процент. В распоряжении национального банка всегда имеется определенное количество денежных средств, которое он может предоставить как кредиты. Весь вопрос заключается в том, кто будет главным пользователем кредитов. Если единственным или основным кредитополучателем будет государство, все остальные участники рыночного взаимодействия будут лишены всякой или достаточной возможности брать кредиты у национального банка, без которых бывает трудно обходиться, поскольку у

них имеется огромная масса собственных кредитополучателей - производителей товаров, работ, услуг. В конечном счете это отрицательно скажется на последних и приведет к уменьшению количества и ухудшению качества товаров и услуг, предлагаемых обществу. Указанное положение дел не будет устраивать ни производителей, ни коммерческие банки, ни само государство, поскольку одна из обязанностей государственного управления заключается в том, чтобы содействовать росту благосостояния своего населения.

Если же государство будет умеренным заемщиком денежных средств национального банка, то оставшаяся часть их достанется в конечном счете производителям товаров и услуг. Это улучшит в определенной мере их положение, а также положение населения, значительная часть которого зарабатывает деньги, участвуя в производстве товаров и услуг и расходует их, приобретая товары и услуги.

Таким образом, закономерность здесь такова: чем меньше государство будет брать в долг у национального банка, тем большие возможности для этого оно будет предоставлять другим - коммерческим банкам, производителям и продавцам товаров и услуг. В конечном итоге такие средства будут использоваться для насыщения национального рынка необходимой населению продукцией. В связи с этим, в ряде стран например в Дании, закон вообще запрещает государству брать какие либо кредиты в национальном банке (27).

Вся денежная масса, находящаяся в обществе, рассредоточивается нем определенным образом, и при этом значительная ее часть концентрируется вне национального банка. У государства всегда имеется возможность одалживать деньги из источников иных, чем Национальный банк, например у коммерческих и сберегательных банков, страховых компаний пенсионных фондов и других. Именно в этих целях оно и выпускает облигации. Когда денежные потребности государства почти всегда являются значительными, то ему приходится выпускать большое количество облигаций различных видов и с различными сроками погашения. С другой стороны, у большого количества банков, финансовых и нефинансовых институтов всегда имеются временно свободные денежные средства которые они готовы вложить и обычно вкладывают в государственные облигации, внося лепту в развитие рынка ценных бумаг. Кроме финансирования бюджетных потребностей, другой важной целью выпуска государственных облигаций является увеличение притока) иностранной валюты. Это способствует укреплению национальной денежной единицы, когда мобилизованную таким образом иновалюту можно использовать в экспортно-импортных расчетах. Необходимо отметить что государство не всегда должно выпускать в этих целях облигации внешнего займа или облигации в иностранной валюте. В развитых странах оно влияет на приток валюты путем установления определенного процента на свои облигации, деноминированные в национальной валюте. Если процентная ставка государственных облигаций выше ставки по аналогичным ценным бумагам других стран, то иностранные инвесторы могут отдать предпочтение первым, поскольку доход от них выше. Для приобретения таких облигаций иностранные инвесторы вынуждены приобретать национальную валюту страны, в которой выпускаются привлекательные облигации, и расплачиваются ею за эти облигации. Увеличение продажи национальной валюты означает, что спрос на эту валюту возрос и, следовательно, повышается цена на нее. В этом случае говорят, что курс данной национальной валюты повышается.

Наконец, третьей важной целью выпуска государственных облигаций является оказание сдерживающего влияния на инфляцию. В этом случае денежные средства, полученные от выпуска государственных облигаций, временно изымаются "из оборота", то есть "придерживаются". Если в обороте находится слишком большое количество денежных средств, то оно повышает возможности покупателей по расходованию денег на приобретение товаров и услуг, то есть происходит увеличение спроса. Последнее вызывает повышение цен на товары и услуги, то есть увеличивается инфляция. Для того, чтобы не давать покупательскому спросу расти быстрыми темпами, необходимо уменьшить количество денег, которые могут быть потрачены на приобретение товаров и услуг. Сделать это можно путем создания стимулов к тому, чтобы сохранение денег и получение доходов от него было

более выгодным, чем расходование их а приобретение товаров. Именно это и достигается в определенной мере при помощи выпусков государственных облигаций.

Указанные выше цели могут быть достигнуты при условии, что государственные облигации способны удовлетворять ряду требований, в частности, требованиям надежности, определенности и ликвидности. Государственные облигации, как правило, удовлетворяют указанным выше требованиям. Они считаются самым надежным видом бумаг, поскольку предполагается, что государство гарантирует выполнение своих обязанностей по выпущенным им облигациям "всею своей мощью" (28). В развитых странах вложение средств в государственные облигации рассматривается как относительно безрисковое вложение.

Указанным облигациям также присуща высокая степень определенности. То есть инвесторы знают, что они имеют дело с государством, что государственное управление является в большой мере стабильным и последовательным и что возникновение неожиданностей, которые бы существенно ухудшили положение инвесторов, исключается.

Ввиду надежности и определенности, государственные облигации обладают также ликвидностью. Их легко можно продать и купить в случае необходимости, они без каких-либо ограничений принимаются как средство расчета или обеспечения обязательств.

Обладая такими характеристиками, государственные облигации, естественно, представляют наибольший интерес для крупных институциональных инвесторов - коммерческих и сберегательных банков, финансовых компаний, страховых компаний, пенсионных фондов, инвестиционных фондов и компаний. Указанные инвесторы распоряжаются большими денежными средствами и поэтому заинтересованы вкладывать их в надежные, определенные и ликвидные ценные бумаги.

Вместе с тем, ввиду наличия снова-таки упомянутых выше характеристик, государственные облигации являются наименее доходными. Процентные ставки по государственным облигациям являются самыми низкими среди всех долговых ценных бумаг. Однако в определенном смысле и это обстоятельство имеет свое преимущество. Коль скоро все остальные долговые ценные бумаги обладают большей степенью рискованности, меньшей мерой определенности и могут быть более или менее ликвидными, то установление процентов по ним осуществляется на основе сравнения различий по указанным выше критериям между институциональными долговыми ценными бумагами и государственными облигациями, выпускаемыми на этот же срок. Таким образом, процентная ставка по государственным облигациям выполняет, кроме прочего, также функцию общерыночного показателя, на основе которого определяются процентные ставки других долговых ценных бумаг, кем бы они не выпускались в данной стране.

Процентные ставки по облигациям других эмитентов находятся в прямой зависимости от процентных ставок по государственным облигациям. Это означает, что когда повышаются ставки по последним, автоматически происходит повышение процентных ставок первых; и наоборот, при снижении последних - первые также сразу понижаются.

Облигации органов государства (agency securities) выпускаются в несколько иных целях. Как правило, это делается для того, чтобы мобилизовать заемные денежные средства и затем предоставить их в качестве кредитов производителям товаров и услуг, осуществляющим хозяйственную деятельность в отрасли, за регулирование которой несколько иных целях. Как правило, это делается для того, чтобы мобилизовать заемные денежные средства и затем предоставить их в качестве кредитов производителям товаров и услуг, осуществляющим хозяйственную деятельность в отрасли, за регулирование которой отвечает данный орган государства. Применительно к США, это федеральные агентства, специально созданные для целей кредитования жилищного строительства, сельского хозяйства, малого бизнеса, развитие местностей и других отраслей и проектов. Каждое такое агентство создается на основе отдельного закона.

Облигации, выпускаемые органами государства (агентствами), также как и государственные облигации считаются надежными и ликвидными, поэтому доходы по ним

являются небольшими. Это также имеет свою положительную сторону: денежные средства, полученные от таких облигаций, впоследствии представляются в виде дешевых кредитов. Выпуски облигаций органов государства не преследуют целей заработать прибыль, их основное назначение заключается в том, чтобы мобилизовать денежные средства, которые впоследствии станут дешевыми кредитами (29).

### **Местные облигации**

Местные облигации (municipal bonds) выпускаются для обеспечения потребностей местных бюджетов, как правило, с целью строительства и содержания ряда объектов, функционирование которых имеет важное значение для данной местности, например, школ, парков, университетов, местных аэропортов, госпиталей, местных электростанций и других, а также для финансирования различного рода местных проектов -строительство мостов, предприятий по переработке отходов, очистных сооружений, насосных станций, административных зданий, системы водоснабжения и других (30). Указанные облигации могут выпускаться муниципальными органами всех уровней: областей, районов, городов, графств, округов. Они также считаются надежными и ликвидными ценными бумагами. Их надежность обеспечивается двумя способами: посредством общей налоговой мощи, а также доходами существующих объектов либо недвижимостью строящихся. Ввиду этого процентные ставки по местным облигациям являются близкими к процентным ставкам государственных облигаций.

Денежные средства, поступающие от выпуска местных облигаций, обычно зачисляются во внебюджетные фонды. Для реализации, например, какого-либо проекта муниципальный орган может выделить часть средств из местного бюджета, взять банковский кредит (что не всегда является выгодным) либо использовать внебюджетные средства, полученные от выпуска местных облигаций. Инвесторы, которые приобретают местные облигации, поставляют муниципальным органам необходимые для реализации проектов заемные средства. Если бы не эти поступления, то муниципальные органы вынуждены были бы использовать часть средств местных бюджетов, а такие средства могут быть получены в результате повышения местных налогов. Таким образом, выпуск местных облигаций позволяет решать одновременно несколько задач: муниципальные органы получают необходимые им для реализации проекта заемные денежные средства; им нет необходимости использовать средства местного бюджета, а значит и увеличивать местные налоги; инвесторы получают в собственность надежные и ликвидные ценные бумаги, приносящие определенный доход; местное население получает важный для его существования объект и пользуется его товарами, работами или услугами.

Ввиду изложенного выше в большинстве случаев доходы от местных облигаций не облагаются налогом либо облагаются по льготной ставке. Указанное обстоятельство делает местные облигации привлекательными для крупных институциональных инвесторов, несмотря на низкую их доходность.

### **Институциональные облигации**

Институциональными облигациями (corporate bonds) называются облигации, выпускаемые юридическими лицами, которые в большинстве случаев осуществляют предпринимательскую деятельность. Термин "институты" обычно используется для обобщенного названия корпораций, компании, хозяйственных товариществ и так далее. Выпуск облигаций для эмитентов-институтов является одним из способов получения заемных денежных средств, необходимых для хозяйственной деятельности. В ряде случаев институциональные эмитенты могут выпускать облигации для других целей. Например, для того, чтобы увеличить свой акционерный капитал, институты могут выпускать конвертируемые облигации и при погашении обменивать их на акции. В ряде случаев облигации могут выпускаться с тем, чтобы укрепить свои производственные связи с институтами-партнерами (поставщиками или покупателями). Иногда институты могут

выпускать облигации с целью приобретения контрольного пакета акций другого эмитента (junk bonds) и так далее.

Выпуская облигации, эмитент-институт должен опубликовать информацию об облигациях (indenture), в которой сообщается об условиях выпуска (сроках; номинальной стоимости и процентах; эмиссионной цене и цене погашения - для дисконтных облигаций; правах собственников облигаций и ряд других сведений). В некоторых странах, включая Украину, выпуск облигаций должен быть зарегистрирован институтом-эмитентом в комиссии по ценным бумагам или аналогичном государственном органе.

При выпуске облигаций институт самостоятельно рассчитывает величину процентной ставки по своим облигациям. При этом во внимание принимаются такие факторы, как размер заемных денежных средств, который необходимо получить, срок, на который эмитенту необходимы указанные средства, размер процентной ставки по государственным облигациям, размер процентной ставки по банковскому кредиту, репутация института-эмитента, прогностическая оценка надежности, определенности и ликвидности облигаций и другие.

### **Процентные, дисконтные, конвертируемые и беспроцентные облигации**

В условиях выпуска облигаций эмитент обязан указывать, каким образом, как часто, и в каких размерах он будет выплачивать вознаграждение за пользование заемными денежными средствами, переданными В условиях выпуска облигаций эмитент обязан указывать, каким образом, как часто, и в каких размерах он будет выплачивать вознаграждение за пользование заемными денежными средствами, переданными ему собственником облигации. Наиболее распространенными способами выплаты указанного вознаграждения являются выплата дохода в виде процента и дисконтирование. В развитых зарубежных странах достаточно часто государственные и местные облигации выпускаются на условиях выплаты дохода в виде конвертации одних облигаций в другие. Значительно реже выпускаются беспроцентные облигации. Эмитенты сами выбирают, какого вида облигации - процентные, дисконтные, конвертируемые или беспроцентные они будут выпускать.

Под **процентными облигациями** (interest bonds) обычно понимаются облигации, по которым доход выплачивается в вид процента. Процент начисляется по отношению к номинальной стоимости конкретной облигации. Например, если он равен 10%, а номинальная стоимость облигации 1000 американских долларов, то это означает что доход по данной облигации будет равен 100 американским долларам

Процент представляет собой вознаграждение, выплачиваемое эмитентом за пользование заемными средствами сверх номинальной стоимости. Он служит своего рода премией собственнику облигации за то, что он ее приобрел. Поэтому часто в зарубежной литературе "процент" называют также "премией" (premium), а процентные облигации - облигациями с премией (bonds with premium).

Эмитент, как правило, также устанавливает частоту выплаты вознаграждения. Он может это делать один раз при погашении облигации - если облигации выпускаются на непродолжительный срок, скажем, несколько месяцев; либо два или несколько раз в году, либо ежегодно -если они выпускаются на срок более одного года.

Наиболее распространенным способом обозначения размера процентов является определение их как годовых. То есть термин "процент в 10% годовых" означает, что собственник облигации получит за год процент в размере 10% от номинальной стоимости облигации, если она выпускается на срок 1 год, и если выплата указанного процента установлена как разовая. Если же условиями выпуска предусмотрена выплата процента два раза в год, то по истечении первого полугодия собственник облигации получит доход в размере 5%, и при погашении облигации еще один доход в таком же размере, то есть  $5\% + 5\% = 10\%$ .

При выпуске облигаций на срок менее одного года, размеры процентов по ним все

равно указываются в годовых. Например, эмитент выпускает облигацию сроком на 4 месяца и по условиям выпуска обязуется выплатить процент в размере 9% годовых. Это означает, что собственник облигации при ее погашении получит доход в 3%, то есть

$$\frac{9 \cdot 4 \text{ месяца}}{12 \text{ месяце в}} = 3\%.$$

12 месяце в

Если облигации выпускаются на несколько лет, то, как правило, размер процента определяется на каждый год. Например, облигация выпускается с 1.01.1995 по 1.12.2000 года. Тогда эмитент обычно укажет, что в 1995 году размер процента будет равняться 8%, в 1996 году - 8,5%, 1997 - 9%, 1998 - 10%, 1999 - 11%, 2000 - 12%. Постепенное возрастание размера процентной ставки объясняется тем, что стоимость заемных средств, кроме прочего, зависит от срока, на который они предоставляются. Чем больше указанный срок, тем дороже стоимость заемных средств.

Процент по облигации может быть фиксированным (fixed interest) или плавающим (floating interest). В первом случае размеры процента продолжают оставаться определенными в течение всей "жизни" облигации; во втором - эмитент допускает, что при наступлении некоторых обстоятельств размер процента может быть изменен. Например, если размер процента привязывается к уровню инфляции, то при повышении ее размер процента будет увеличиваться, а при понижении - соответственно уменьшаться. Введение плавающих процентных ставок объясняется тем, что эмитенты обычно желают одалживать дешевые заемные средства;

однако они вынуждены принимать также во внимание и то, что инвесторы обычно желают обратного, потому что давая свои деньги в долг, они временно лишают себя возможности расходовать их, и за это время цены на необходимые товары и услуга могут увеличиться. Выпуск облигаций с плавающей процентной ставкой представляет собой попытку достигнуть компромисса интересов эмитента и инвестора.

Под **дисконтными облигациями** (discount bonds) обычно понимаются облигации, доход по которым для их собственника образуется за счет разницы между ценой, по которой облигация погашается эмитентом и ценой, по которой она продается эмитентом. Например, эмитент выпускает облигацию на условиях дисконта сроком на 6 месяцев номинальной стоимостью 1000 американских долларов. Это означает, что через 6 месяцев с даты выпуска, он при погашении облигации заплатит ее собственнику 1000 американских долларов. Если облигация выпускается на условиях дисконта, то эмитент одновременно сообщает и цену, по которой она будет продаваться, например 950 американских долларов. Таким образом, инвестор приобретает облигацию за 950 долларов и при погашении получает за нее 1000 долларов. То есть его доход за 6 месяцев составит 50 долларов (1000 - 950 = 50) или 10% годовых.

$$\frac{(1000-950)12 \text{ месяцев}}{6 \text{ месяцев}} = \frac{50 \cdot 12}{6} = 100\% = 10\%$$

Дисконтные облигации, как правило, выпускаются на непродолжительные сроки, скажем месяц, несколько месяцев или 1 год.

Под **конвертируемыми облигациями** (convertible bonds) обычно понимаются облигации, по которым денежный доход их собственнику не выплачивается, а вместо него ему бесплатно выдаются новые ценные бумаги. Конвертация может производиться на самых различных условиях. Например, эмитент может погасить облигацию, обменяв ее на акцию либо на более доходную облигацию. Типичным случаем конвертации одних облигаций в другие является случай, когда номинальная стоимость облигации следующего выпуска увеличивается на величину дохода по конвертируемой облигации и при этом процент остается неизменным. Например, эмитент выпустил 01.01.1994 года конвертируемую облигацию с номинальной стоимостью 100 долларов США сроком на 6 месяцев под 10%

годовых. Начиная с 01.07.1994 он может произвести погашение указанной облигации путем обмена ее на облигацию нового выпуска, скажем снова сроком на 6 месяцев и под 10% годовых. Номинальная стоимость новых облигаций уже будет равна 105 долларов США.

В практике развитых зарубежных стран краткосрочные конвертируемые облигации особенно часто выпускаются государством и муниципальными органами. Погашение одних облигаций путем выдачи новых является выгодным для эмитента. Оно представляет собой способ продления сроков пользования заемными денежными средствами.

Термин "**беспроцентные облигации**" (bonds without interest) может использоваться в различных ситуациях. В одних случаях он используется как синоним понятия "дисконтная" или "конвертируемая" облигация, в других он имеет вполне самостоятельное значение. Предположим, эмитент решил освоить новую линию товара, который пользуется спросом у населения. Для того, чтобы это осуществить, он решил получить необходимое количество заемных денежных средств путем выпуска облигаций для населения. Это означает, что номинальная стоимость указанных облигаций будет небольшой, и кроме того, в условиях выпуска эмитент также укажет, что выпускаемые облигации являются беспроцентными, то есть будут продаваться по номинальной цене, однако проценты в денежной форме выплачиваться при погашении не будут. Вместо этого он обязуется, начиная с такой-то даты (даты погашения) продать собственнику облигации соответствующее количество товаров по льготной цене (то есть со скидкой). Это один из примеров выпуска беспроцентных облигаций.

### **Срочные и бессрочные облигации; облигации досрочного погашения**

**Срочные облигации** (time bonds) представляют собой облигации, выпускаемые на конкретно-определенный срок, по истечении которого эмитент обязуется их погасить. В условиях выпуска эмитент всегда обязан указать, являются ли выпускаемые облигации срочными или бессрочными, и если они выпускаются на определенный период, он должен указать также и этот период.

В зависимости от длительности указанного срока, облигации принято подразделять на краткосрочные (short, term), среднесрочные (medium term) и долгосрочные (long term).

В различных странах в эти понятия могут вкладывать разный смысл. Например, в Великобритании краткосрочными являются облигации, выпущенные на период до 5 лет, среднесрочными - от 5 до 15 лет и долгосрочными - свыше 15 лет (31). В США, в большинстве случаев, краткосрочными считают облигации с периодом "жизни" до 2 лет, среднесрочными - от 2 до 10 лет и долгосрочными - свыше 10 лет (32). В Украине казначейские обязательства являются краткосрочными, если они выпущены со сроком погашения до 1 года, среднесрочными - от 1 до 5 лет, долгосрочными - от 5 до 10 лет (33). Анализ указанных критериев показывает, что при делении облигации на краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные учитывается показатель стабильности развития экономического механизма данной страны: чем он выше, тем большими являются временные периоды среднесрочности и долгосрочности..

В зарубежной литературе, в частности, в США, для обозначения краткосрочных, среднесрочных и долгосрочных облигаций используются самостоятельные термины: краткосрочные облигации называются "bills", среднесрочные - "notes" и долгосрочные - "bonds". В связи с тем, что в Европе осуществляются выпуски облигаций в евродолларах, многие страны используют в международном обиходе эти же термины для обозначения соответствующего вида облигаций. Под евродолларами обычно понимают доллары США, которые находятся в обращении за пределами США, главным образом в Европе.

Под **бессрочными облигациями** (bonds without time limit) обычно понимают облигации, которые выпускаются эмитентом без взятия на себя обязательств по их погашению. Иногда говорят, что бессрочные облигации выпускают "навечно" и поэтому их еще называют "вечными" облигациями (eternal bonds). Само собой разумеется, что бессрочные облигации не могут быть дисконтными: они являются только процентными. По

таким облигациям доход выплачивается большей частью один раз в квартал или один раз в полгода. С истечением ряда лет годовой размер процента может изменяться.

При выпуске облигаций **с правом досрочного погашения** (callable bonds) эмитент в условиях выпуска сообщает все сведения, которые он обычно сообщает при выпуске срочных облигаций, однако при этом резервирует за собой право на досрочное погашение долга. Такое резервирование не может быть безграничным, и поэтому эмитент обязан сообщить, по истечении какого срока он может воспользоваться указанным правом. Например, облигации номинальной стоимостью в 1000 долларов США выпускаются сроком на 2 года под 10% годовых с правом досрочного погашения через полтора года. Это означает, что до истечения полутора лет эмитент не может воспользоваться своим правом, а начиная с даты, которая представляет 1,5 года, может.

Резервирование права не означает, что эмитент обязательно им воспользуется. Если же он решил им воспользоваться, то он должен загодя об этом сообщить собственникам облигаций. Выплата доходов по таким облигациям осуществляется в таком же порядке, в каком бы она производилась, если бы выпускаемые облигации имели фиксированный срок "жизни". То есть, в нашем случае, за первый год эмитент должен выплатить собственникам облигаций процент в виде 10% годовых (100 долларов США) и при использовании права на досрочное погашение - пропорциональную сумму дохода, которая в любом случае будет не менее 50 долларов.

### **Обеспеченные и необеспеченные облигации**

Эмитент может выпускать обеспеченные (secured bonds) и необеспеченные (unsecured bonds) облигации. Обеспечение влияет на степень надежности облигаций. Выпуск обеспеченных облигаций означает, что эмитент гарантирует выполнение своих обязательств как в части возврата основной суммы долга, так и выплаты доходов по нему. При этом исключается возможность неполного возврата, неполной выплаты дохода или несвоевременного их осуществления.

В качестве обеспечения могут выступать предметы недвижимости, государственные ценные бумаги и другие средства, достаточные для покрытия долга в случае необходимости. В случаях выпуска обеспеченных облигаций, эмитент обычно указывает в условиях выпуска, какие именно средства являются средствами обеспечения. Например, он может заявить, что такие-то облигации обеспечены недвижимостью (mortgage backed bonds), либо ценными бумагами (securities backed bonds).

Когда в качестве эмитента выступает государство или муниципальные органы, то считается, что их облигации всегда являются обеспеченными (даже если об этом не говорится в условиях выпуска) в силу того, что они не могут обанкротиться или исчезнуть внезапно. То есть они гарантированы "добрым именем эмитента" (in good faith). Кроме того, государственные и местные облигации считаются обеспеченными ввиду наличия у государства и муниципальных органов права собирать и устанавливать налоги (tax powers).

В случаях, если эмитент выпускает необеспеченные облигации, он должен об этом также сообщить в условиях выпуска.

Обеспеченность или необеспеченность облигаций влияет на размер дохода по ним.

Обеспеченные облигации являются надежными, и поэтому процент по ним устанавливается меньший, чем процент по необеспеченным облигациям.

### **Отечественные и иностранные облигации**

В основе деления облигаций на отечественные и иностранные лежат те же критерии, которые используются и при делении акций на аналогичные виды: место юридической регистрации главного офиса эмитента и территория, на которой обращаются выпущенные им облигации. Если они совпадают, то есть находятся под юрисдикцией одного и того же государства, то такие облигации считаются отечественными; если они находятся под юрисдикцией различных государств, то облигации являются иностранными на всех рынках,

кроме отечественного.

### **Облигации свободного и ограниченного хождения, а также без права обращения**

В зависимости от целей эмитент может выпускать облигации на условиях свободного обращения, с ограниченным хождением и без права обращения.

**Свободное обращение облигаций** предполагает, что они могут свободно переходить из собственности одних инвесторов в собственность других и при этом условия купли-продажи являются предметом договоренности между сторонами по сделке. Выпуская такие облигации, эмитент не устанавливает никаких ограничений на их обращение.

Однако не всегда эмитенты бывают заинтересованы в том, чтобы выпущенные ими облигации свободно обращались на рынке, то есть были доступны для приобретения любым и каждым инвестором. В таких случаях условиями выпуска устанавливаются определенные **ограничения на их обращение**. Например, эмитент может обязать инвестора при приобретении облигаций оставаться их собственником в течение определенного периода времени. С наступлением указанной даты собственник может, если пожелает, продать эти облигации третьим лицам, предварительно уведомив о своем намерении эмитента и при отсутствии возражений на это с его стороны. Ограниченное хождение может иметь форму установления пределов, в которых будут колебаться цены на данные облигации. То есть эмитент может согласиться с тем, что собственник продаст данные облигации какому-нибудь конкретному инвестору, однако сообщит, что цена продажи не должна превышать определенного уровня.

Наконец, в отдельных случаях облигации могут выкупаться **без права их обращения**. То есть инвесторы, которые приобрели указанные облигации, должны оставаться их собственниками до момента погашения этих облигаций. Например, эмитент выпускает дисконтные облигации сроком на 3 месяца на условиях "без права обращения". Это означает, что в течение указанного срока собственник облигации не имеет права ни продавать, ни обменивать, ни дарить эти облигации. Допустимо также введение ограничений на то, чтобы данные облигации использовались собственником в качестве средства залога по отношению к третьим лицам.

По истечении трехмесячного срока эмитент выплатит номинальную стоимость инвестору, если тот не нарушил условия "без права обращения". В противном случае он может отказать в выплате номинальной стоимости облигации ее собственнику, и вернуть только деньги, которые были уплачены при приобретении облигаций.

Выпуск облигаций на условиях "без права обращения" в сущности представляет собой соглашение типа "приобретение с возвратом" (repurchase agreement). По такого рода соглашениям одна сторона продает другой стороне определенные ценные бумаги по одной цене и одновременно обязуется с наступлением определенной даты в будущем выкупить их у последней по обусловленной цене.

Облигации, выпущенные на условиях "с ограниченным хождением" и "без права на хождение", выпускаются эмитентом тогда, когда он по каким-либо причинам является заинтересованным в том, чтобы иметь дело с известными ему инвесторами. В ряде случаев ими могут быть институциональные инвесторы, которые находятся в определенных производственно-технологических связях с эмитентом.

Наряду с вышеперечисленными классификационными схемами деления облигаций на виды могут существовать и иные, например, деление облигаций на именные и на предъявителя и ряд других.

### **Портфель облигаций**

В связи с тем, что на рынке ценных бумаг могут обращаться самые разнообразные облигации, многие инвесторы бывают заинтересованы в том, чтобы не вкладывать свои свободные денежные средства в облигации одного и того же эмитента. Они могут пожелать

вложить часть денег в надежные государственные облигации, доходы от которых будут облагаться незначительным налогом, другую часть - в местные облигации, доходы по которым не облагаются налогом вообще, третью - в более рискованные институциональные облигации. В этом случае, так же как и в случае с акциями, речь идет о портфеле облигаций. Указанный портфель может формироваться не только исходя из соображений доходности, надежности и ликвидности, но также и исходя из соображений временных параметров выплат доходов по различным облигациям. Обычно портфель облигаций формируется инвестиционными фондами и инвестиционными компаниями, банками, страховыми компаниями, пенсионными фондами.

### **Классификация цен на облигации**

Существует три основных вида цен на облигации: номинальная, эмиссионная и рыночная. Их значение в общем и целом является аналогичным тем, о которых шла речь выше, когда рассматривались акции. Вместе с тем имеются некоторые особенности. Например, номинальная цена дисконтной облигации представляет собой цену погашения данной облигации.

Эмиссионная цена обычно незначительно отличается от номинальной при выпуске процентных облигаций. Это объясняется тем, что в отличие от простых акций, размер дохода по которым неизвестен инвестору в момент приобретения акции, при покупке облигации инвестор в большинстве случаев знает, каким будет его будущий доход. Если эмиссионную цену сделать большой, то ввиду ограниченности, касающейся времени обращения и доходности, этот вид ценных бумаг не сможет стать ликвидным. Диллер, выкупивший облигации первым, своей ценой заберет большую часть дохода, который могли бы получить инвесторы, и у последних не будет стимулов к приобретению указанных облигаций.

### **Доходность облигаций**

Существует два основных способа получения доходов по облигациям. Первый состоит в том, что инвестор приобретает облигацию и является ее собственником до момента ее погашения. По наступлении даты погашения он предъявляет облигацию, если она бумажная, или выписку из депозитарного счета, свидетельствующую о том, что он является собственником электронной облигации, и получает либо деньги, либо чек на определенную сумму.

Второй способ заключается в том, что собственник облигации по каким-либо причинам может пожелать продать облигацию до наступления срока ее погашения. Естественно, что цена, по которой он захочет продать, должна быть справедливой, то есть в ней должны быть отражены сумма, которую он одолжил эмитенту, покупая облигацию и доход, причитающийся ему за тот период времени, пока он был собственником облигации. Размер указанной цены будет зависеть от спроса и предложения на данную облигацию, а они в свою очередь будут складываться в зависимости от ряда факторов, в том числе от длительности периода времени, который остался до даты погашения облигации, и размера процентной ставки.

Чем ближе к моменту погашения находится дата, когда собственник продает свою облигацию, тем больше будет цена на нее. С другой стороны, чем меньше будет процентная ставка, тем выше будет цена облигации.

В случаях, когда инвестор приобретает облигацию и продает ее до наступления срока погашения, уровень доходности от собственности на облигацию рассчитывается следующим образом:

$$Д = \frac{(Ц_{ПР} - К_{п\ p} - (Ц_{ПК} + К_{п\ к}))}{(Ц_{ПК} + К_{п\ к})} : \frac{t}{365}$$

где Д - уровень годового дохода по облигации;

ЦПР - цена, по которой облигация была продана;  
Кпр - комиссионные, уплаченные при продаже облигации;  
ЦПК - цена, по которой облигация была приобретена;  
Кпк - комиссионные, уплаченные при покупке облигации;  
t - период, в течение которого облигация находилась в собственности инвестора.

### ♦ ДЕПОЗИТНЫЕ СЕРТИФИКАТЫ

Депозитный сертификат (certificate of deposit; CD) представляет собой ценную бумагу, которая выпускается банком и свидетельствует о том, что указанный банк поместил у себя на депозит определенную сумму денег на определенный срок под определенный процент (34).

Указанные ценные бумаги в большинстве случаев выпускаются на непродолжительный срок, например, от одного до нескольких месяцев, однако могут выпускаться также и на год или на несколько лет.

Депозитные сертификаты обычно имеют большую номинальную стоимость, они никогда не выпускаются на условиях дисконта. Процент по этим ценным бумагам выплачивается, как правило, при погашении депозитного сертификата, и по размерам близок к процентам по государственным облигациям, выпускаемым на аналогичный срок. Ввиду того, что банки, которые выпускают депозитные сертификаты, считаются менее надежными эмитентами по сравнению с государством, то есть они могут обанкротиться, проценты по депозитным сертификатам являются несколько большими, чем проценты по аналогичным государственным облигациям. Разница в уровнях процентов между ними зависит от того, какой репутацией пользуется данный банк-эмитент. Чем выше репутация, тем ближе процент по его депозитным сертификатам к проценту по аналогичной государственной облигации.

Депозитные сертификаты представляют собой достаточно надежные, определенные и ликвидные ценные бумаги, вместе с тем их ликвидность является меньшей по сравнению с государственными или местными облигациями.

В США большой импульс в развитии рынка депозитных сертификатов приходился на начало 1960-х годов. В настоящее время в качестве главных эмитентов выступают наиболее известные банки Нью-Йорка и Чикаго. При помощи своих филиалов в Европе они выпускают депозитные сертификаты в евродолларах. Британские банки, а также некоторые :

иностранные банки, имеющие филиалы в Лондоне также выпускают депозитные сертификаты в евродолларах. Когда депозитный сертификат в евродолларах выпускается филиалом американского банка, то по нему отвечает филиал, а не головной офис. Основным местом торговли депозитными сертификатами в евродолларах является Лондон. Евродолларовые депозитные сертификаты охотно приобретаются коммерческими банками других стран, а также американскими корпорациями, осуществляющими свою деятельность на Европейском рынке.

### ♦ ВЕКСЕЛЯ

В рыночном взаимодействии широкое применение имеют вексели. Они бывают двух видов: простые и переводные.

#### **Простой вексель**

Простой вексель (promissory note) представляет собой долговую ценную бумагу, которая содержит простое, ничем не обусловленное обещание векселедателя выплатить векселедержателю определенную сумму денег по наступлении определенного срока. Идея простого векселя заключается в следующем. Предположим, продавец А продал товар или услуги покупателю В. При этом он знает, что у В нет в данный момент достаточного количества денег, чтобы оплатить стоимость полученного товара или услуг, но он имеет все

основания рассчитывать, что у В эти деньги появятся к определенной дате в будущем. Может быть, к упомянутой выше дате покупатель других товаров и услуг В произведет расчет с В или В получит необходимую сумму денег от реализации товаров либо услуг, приобретенных у А. В таком случае стороны А и В могут договориться о том, что В произведет оплату в определенный день в будущем, а в подтверждение своего обещания он выпишет вексель на имя А и отдаст его последнему. То есть В в данном случае является векселедателем (должником), а А - векселедержателем (кредитором). По наступлении указанной в векселе даты А предъявит покупателю вексель, который он получил от него, и В произведет оплату. На этом долговые отношения между А и В прекращаются.

В случае отказа В от выплаты денег по выданному им векселю, данный вексель будет опротестован А у нотариуса. Опротестование представляет собой нотариальное засвидетельствование факта отказа должника от выполнения своих обязательств по векселю перед кредитором. После опротестования А может обратиться в суд за защитой своих прав. Обычно порядок удовлетворения иска в таком случае является упрощенным и исковое требование может быть обращено на любое имущество должника, достаточное для того, чтобы удовлетворить требования.

Простые векселя бывают **именными и на предъявителя**. В простом именном векселе, например, будет указано, что В обязуется выплатить деньги именно А или по его приказу другому конкретному лицу. В простом векселе на предъявителя имя векселедержателя не указывается. Это означает, что В обязуется погасить вексель любому лицу, которое предъявит его к погашению в определенный векселем день. Однако при этом первым векселедержателем должен быть А, то есть именно ему В передаст выписанный и подписанный им вексель.

### **Переводной вексель**

Переводной вексель (bill of exchange) представляет собой долговую ценную бумагу, которая содержит ничем не обусловленное письменное распоряжение кредитора, адресованное должнику, о том, чтобы последний оплатил по предъявлению либо в день, указанный в векселе, определенную сумму денег определенному лицу, либо по приказу последнего, либо предъявителю векселя (35).

Переводной вексель выписывается и подписывается кредитором и передается первому векселедержателю (ремитенту). До наступления срока погашения векселя ремитент может предъявить его должнику для подтверждения последним готовности погасить его в день, указанный в векселе. Должник подтверждает свою готовность оплатить вексель подписью, которую он проставляет на бланке переводного векселя. В случае отказа должника подписать переводной вексель, ремитент должен опротестовать указанный вексель в том же порядке, какой существует и для опротестования простых векселей.

После подтверждения должником готовности погасить вексель, ремитент может переуступить переводной вексель второму векселедержателю путем проставления передаточной надписи, последний затем может проделать то же самое в пользу третьего векселедержателя и так далее. Последний векселедержатель обязан предъявить должнику переводной вексель для погашения в день, указанный в векселе. Должник выплатит ему указанную сумму денег.

Если ремитент или какой-либо из векселедержателей, которые были собственниками переводного векселя до последнего векселедержателя не предъявлял указанный вексель должнику для подтверждения, то последний векселедержатель вправе предъявить имеющийся у него вексель для погашения должнику в день, указанный в переводном векселе как дата погашения. При отказе должника выполнить распоряжение кредитора, такой отказ также подлежит опротестованию в указанном выше порядке. Однако в этом случае по суду будут отвечать за невыполнение должником обязанностей все векселедержатели, чьи передаточные подписи стоят в бланке векселя, включая кредитора. Таким образом,

переводной вексель считается тем более обеспеченным, чем большее количество передаточных подписей имеется на нем.

В случае, когда на переводном векселе отсутствуют какие-либо передаточные подписи, то по суду перед ремитентом будет отвечать кредитор, который выписал и подписал данный вексель.

Основным международно-правовым документом, который регламентирует порядок выпуска и использования простых и переводных векселей, является Женевская конвенция 1930 года.

Страны, которые ее подписали, должны установить в своих законодательных актах требования, касающиеся формы вексельных документов. Соблюдение формы векселя является одним из наиболее важных моментов в признании его действительности. Это означает, что если документальная форма векселя не соответствует той, которая установлена законом, то такой вексель не имеет юридической силы.

В развитых зарубежных странах одной из банковских услуг является услуга по дисконтированию (учету) векселя. То есть любой из векселедержателей может до наступления срока погашения имеющегося у него векселя продать его банку, который оказывает такие услуги. В этом случае при наступлении даты, указанной в векселе, банк предъявит его к погашению должнику.

Наряду с банками такие же услуги оказывают специализированные "финансовые дома" (financial houses).

#### ♦ КОММЕРЧЕСКИЕ БУМАГИ

Однако на рынках ценных бумаг наибольшее значение имеют простые, ничем не обеспеченные вексели, выпускаемые достаточно известными компаниями и корпорациями, которые получили название **коммерческих бумаг** (commercial papers).

Коммерческие бумаги могут выпускаться в различной форме и лишь по сути являться простыми векселями с установленным сроком их погашения. Эмитент, выпускающий коммерческую бумагу, в сущности обещает собственнику данной ценной бумаги уплатить определенную сумму денег в определенный будущий день. Обычно коммерческие ценные бумаги выпускаются как дисконтные ценные бумаги, то есть продаются по цене ниже номинальной и погашаются по полной номинальной цене. Однако иногда они выпускаются также и как процентные ценные бумаги.

Коммерческие бумаги представляют собой ценные бумаги на предъявителя. Эмитенты выпускают их без какого-либо материального обеспечения, разве что используют свою репутацию (доброе имя).

Коммерческие бумаги являются относительно рискованным видом ценных бумаг, поэтому доходы по ним являются более высокими по сравнению с государственными облигациями, выпущенными на аналогичный срок. Наиболее развитым рынком коммерческих бумаг является рынок США. В этой стране данный вид ценных бумаг выпускается как финансовыми так и не финансовыми компаниями, фирмами, корпорациями. Многие финансовые компании выпускают коммерческие бумаги с целью получения краткосрочных денежных займов и использования их для предоставления кредитов.

Обычно коммерческие бумаги в США выпускаются на непродолжительный срок, от 3 до 270 дней, поскольку в случае выпуска на более длительный срок их нужно регистрировать в комиссии по ценным бумагам (36).

#### ♦ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ СЕРТИФИКАТЫ

**Инвестиционный сертификат** (investment certificate; unit) представляет собой ценную бумагу, выпускаемую инвестиционным фондом или инвестиционной компанией, подтверждающую право собственника такого сертификата на участие в инвестиционном фонде и инвестиционной компании, а также на получение денежного дохода по нему.

Инвестиционные фонды и инвестиционные компании также называются предприятиями по коллективному инвестированию в свободнообращающиеся ценные бумаги" (undertaking for collective investment in transferable securities - UCITS).

Инвестиционные сертификаты выпускаются с целью мобилизации денежных средств, которые впоследствии будут вложены в различные ценные бумаги. Инвестиционные фонды и инвестиционные компании не имеют права вкладывать все мобилизованные средства в одну какую-нибудь ценную бумагу, их инвестиции должны быть портфельными. Доход от вложении, за вычетом издержек по административному управлению деятельностью фонда или компании, полностью подлежит выплате собственникам инвестиционных сертификатов (unit-holders). Более подробно об инвестиционных фондах и инвестиционных компаниях речь будет идти в следующей главе.

Достаточно распространенным является предположение относительно того, что доходы по инвестиционным сертификатам являются более, высокими по сравнению с обычными доходами от других ценных бумаг. В ряде случаев это может соответствовать действительности, однако далеко не всегда.

### ♦ ПРИВАТИЗАЦИОННЫЕ БУМАГИ

**Приватизационные бумаги** представляют собой разновидность государственных ценных бумаг, выпускаемых в странах, осуществляющих переход от централизованно-планового управления экономикой к государственно-рыночному (смешанному). Как правило, такой переход сопровождается уменьшением удельного веса государственной собственности в экономическом механизме определенной страны. То есть ряд государственных хозяйственных субъектов передается в собственность негосударственным юридическим лицам, а также населению. Приватизационные бумаги выдаются исключительно гражданам. В разных странах процессы выпуска и обращения приватизационных бумаг происходят по-разному. Например, в России они выпускались как ликвидные ценные бумаги, в Украине - как неликвидные.

Наиболее характерными особенностями выпуска приватизационных бумаг в Украине являются следующие. Указанные ценные бумаги являются исключительно именными. Они свидетельствуют о праве собственника приватизационной бумаги на бесплатное получение в процессе приватизации доли имущества государственных предприятий, государственного жилого фонда, а также земельного фонда.

Приватизационные бумаги могут быть использованы гражданами Украины только в период осуществления Государственной программы приватизации. Использование приватизационных бумаг осуществляется исключительно путем их обмена на паи, акции и иные документы, которые свидетельствуют о праве собственности на долю государственного имущества, размер которой равен размеру номинальной стоимости приватизационной бумаги.

Указанные ценные бумаги свободному обращению не подлежат, та продажа либо отчуждение каким-либо иным способом являются недействительными. По приватизационным бумагам не выплачиваются ни дивиденды, ни какие-нибудь другие доходы. Их нельзя также использовать в качестве средства платежа либо обеспечения обязательств. Любые соглашения с использованием приватизационных бумаг, для целей, не связанных с приватизацией, являются недействительными. В такой же мере недействительными являются и сами приватизационные бумаги, если они приобретены в нарушение установленного порядка их выдачи и использования.

### **Деривативы**

Деривативы (derivatives) представляют собой контракты, стоимость которых зависит от стоимости ценных бумаг, по поводу которых заключены эти контракты либо от показателей курсов этих бумаг (37). Возникнув в конце 1970-х годов рынок деривативов

начал свое стремительное развитие и сейчас существует практически в каждой стране, в которой имеются развитые рынки ценных бумаг.

Наличие большой меры развитости у последних представляет собой одно из важнейших условий существования рынка деривативов. Деривативы самым тесным образом связаны с состоянием рынка ценных бумаг и движением цен на ценные бумаги. Наиболее распространенными видами деривативов являются фьючерсы и опционы.

### **Фьючерсы**

Фьючерсы (futures) представляют собой соглашение, по которому одна сторона обязуется продать, а другая - купить ценные бумаги определенного вида, в определенном количестве, по определенной цене и в определенный срок в будущем. Фьючерсами торгуют на фондовых биржах, и они представляют собой стандартизированный документ. Применительно к рынку ценных бумаг, предметами фьючерсов чаще всего бывают краткосрочные государственные и иные облигации. Сторона, которая соглашается приобрести ценные бумаги по фьючерскому контракту, считается стороной, занимающей длинную позицию. Сторона, которая обязуется продать данные ценные бумаги, занимает короткую позицию. Цена, по которой указанные ценные бумаги будут проданы, называется ценой поставки. Заключение фьючерсного соглашения осуществляется бесплатно для обеих сторон. Соглашение заключается в определенный срок, и по наступлении определенной даты сторона, продающая ценные бумаги, должна их поставить другой стороне, а последняя должна оплатить их стоимость по цене поставки.

Обе стороны, заключая фьючерский контракт, ожидают, что цена на определенные ценные бумаги в будущем изменится. По истечении срока действия фьючерского контракта для каждой стороны получается свой результат.

Для покупателя данный результат имеет следующий вид:

$$Рдп = Цт - Цк,$$

где Рдп - результат по длинной позиции; Цт - текущая рыночная цена на данные ценные бумаги в день исполнения фьючерского контракта; Цк - цена поставки на данные ценные бумаги, обусловленная контрактом. Особенность фьючерского контракта заключается в том, что стороны обязаны выполнить его условия. То есть если в день исполнения контракта текущая цена (Цт) будет ниже, чем Цена поставки (Цп), покупатель не имеет права отказаться от своих обязательств по контракту и обязан заплатить за указанное в контракте количество ценных бумаг определенную контрактом сумму. То есть в случае  $Цт < Цк$ , покупатель "проигрывает", поскольку если бы не фьючерский контракт, он мог бы приобрести требуемые ценные бумаги по более дешевой цене. В противном случае, когда  $Цк < Цт$ , то есть цена поставки ниже, чем текущая цена, он "выигрывает", поскольку имеет возможность приобрести ценные бумаги в данный день по более дешевой цене, которая является выше цены поставки. Для продавца результат исполнения фьючерского контракта имеет иной вид:

$$Ркп = Цк - Цт,$$

где РКП - результат по короткой позиции; Цк - цена поставки ценных, бумаг по контракту; Цт - текущая рыночная цена на данные ценные бумаги в день исполнения контракта. Продавец также не имеет права отказаться от выполнения своих обязательств по контракту, даже если  $Цк < Цт$ , то есть если он продает по цене менее выгодной по сравнению с текущей, "проигрывает". И наоборот, если  $Цк > Цт$ , он "выигрывает".

Таким образом результат для каждой из сторон может быть положительным или отрицательным.

### **Опционы**

Опционы (options) в контексте рынка ценных бумаг также представляют собой стандартизированные соглашения о продаже и приобретении определенных долговых ценных бумаг, акций, фьючерских контрактов в определенном количестве, в определенный день в будущем, включая и этот день, по определенной в контракте цене. Различают два вида

опционов: опцион покупателя и опцион продавца.

**По опциону покупателя** (call options) собственник контракта получает право, но не обязанность, на приобретение указанных в контракте ценных бумаг (фьючерских контрактов), начиная с момента приобретения данного контракта и заканчивая датой его исполнения, по цене, обозначенной в контракте (38).

**По опциону продавца** (put options) собственник данного контракта. получает право, но не обязанность, на продажу указанных в контракте ценных бумаг (фьючерских контрактов), начиная с момента приобретения опционного контракта и заканчивая датой его исполнения по цене, обозначенной в контракте (39).

День, который указывается в контракте как день его исполнения, называется днем погашения контракта. Цена, по которой сторона имеет право купить (опцион покупателя) или продать (опцион продавца) ценные бумаги или фьючерский контракт, называется ценой погашения (strike price или exercise price).

Различают американские и европейские опционы. Первые могут быть исполнены в любое время до наступления дня погашения опционного контракта; вторые могут быть исполнены только в день погашения опционного контракта (40). Инвесторы, которые приобретают опцион покупателя или опцион продавца называются "владельцами" опциона (holders), другая сторона по опционному контракту называется "авторами" опциона (writers).

Следует особо подчеркнуть, что владелец опциона приобретает право совершить покупку или продажу определенного пакета ценных бумаг, указанного в опционном контракте, а "автор" — обязанность продать или купить этот пакет у него. Это означает, что владелец опциона может отказаться от своего права в то время, как автор не может отказаться от своей обязанности. В этом состоит главное отличие между фьючерским и опционным контрактами. По фьючерсу обе стороны обладают обязанностями и не могут от них отказаться.

Размер пакета ценных бумаг указывается в опционном контракте. Для опционов, например, в Великобритании, такие пакеты состоят из 1000 единиц ценных бумаг. В то же время, если опционы касаются иностранных ценных бумаг, номинальная стоимость которых обычно больше, чем британских, то пакеты могут состоять из 100 единиц ценных бумаг.

Поскольку опцион предоставляет владельцу право приобрести или продать ценные бумаги, то он должен оплатить стоимость этого права независимо от того, какой вариант поведения он выберет: воспользуется правом или откажется от него. Наличие у владельца опциона права выбора существенно снижает его риск, в то время как риск автора опциона всегда большой. Автор обязан продать владельцу ценные бумаги, указанные в опционном контракте покупателя либо купить у владельца опциона продавца ценные бумаги, указанные в контракте, если владелец решит воспользоваться своим правом. То есть у автора опциона нет выбора, он всегда зависит от выбора владельца. За все это владелец и платит автору опциона премию. Премия платится как в случае использования права по опциону, так и в случае отказа от него.

Происходит это по следующей схеме. Предположим, что инвестор приобретает 100 европейских опционов на акции компании "X" с ценой погашения 130 долларов за опцион. В опцион входит 100 акций. Текущая цена пакета акций "X" составляет 127 долларов, срок погашения опциона истекает через три месяца и премия за один опцион составляет 3 доллара. Очевидно, что если на дату погашения опциона текущая цена пакета акций "X" будет равна 130 долларам либо меньше, владельцу опциона будет невыгодно воспользоваться правом приобретения, и он откажется от него. В этом случае владелец опциона оплачивает премию в 300 долларов ( $3 \text{ доллара} \times 100 \text{ опционов} = 300 \text{ долларов}$ ) и этим его убытки ограничатся.

При текущей цене пакета акций "X" на день погашения опциона, скажем в 140 долларов, владелец опциона, очевидно, воспользуется правом на приобретение. Продав приобретенные акции по цене 140 долларов, владелец получит валовый доход в 10 долларов по одному опциону (без учета комиссионных выплат) ( $140 - 130 = 10$ ), причем чистый его

доход (снова-таки без учета комиссионных выплат) составит 7 долларов (10 долларов валового дохода - 3 доллара премия за один опцион = 7 долларов). Всего его доход составит 700 долларов (7 долларов  $\times$  100 опционов = 700 долларов).

Однако не во всех случаях владелец опциона может получить доход при реализации своего права на покупку опциона. Например, если текущая цена на пакет акций "X" на день погашения опциона составляет 132 доллара, воспользовавшись правом на приобретение и продав приобретенные акции по цене 132 доллара, владелец получит валовый доход 2 доллара за опцион (без учета комиссионных) (132 доллара - 130 долларов = 2 доллара). Всего от реализации акций по 100 опционам он получит 200 долларов. Однако, в связи с тем, что он выплачивает автору опциона премию в размере 300 долларов, его убыток составит 100 долларов (300 - 200 = 100). Но это все-таки лучше для владельца опциона, чем отказаться от права на приобретение акций "X" вообще понести убыток в размере премии - 300 долларов.

Таким образом, для владельца опциона покупателя максимальный убыток может быть ограничен суммой выплаченной им премии, если откажется от своего права на приобретение. В более выгодных ситуациях он получит доход, который, как минимум, будет уменьшать убытки, связанные с выплатой премии, и как максимум, принесет чистый доход.

Опцион покупателя приобретается инвесторами в надежде на то, что в будущем цены на определенные ценные бумаги возрастут. Инвесторы рассчитывающие на то, что цены в будущем понизятся, могут приобрести опцион продавца.

Предположим, что инвестор приобрел 100 европейских опционов продавца по акциям "Y", с ценой погашения 85 долларов за опцион. Опцион касается пакета в 100 акций, время его действия - 3 месяца размер премии составляет 5 долларов за один опцион. Текущая цена одного пакета акций "Y" снизилась до 70 долларов. Тогда в день погашения инвестор приобретет 100 пакетов акций "Y" по текущей цене (70 долларов за пакет) и реализует свое право на продажу этих акций по 100 опционам. Это означает, что в день погашения опциона он продает автору опциона акции "Y" по цене 85 долларов за 1 пакет, его валовый доход от 1 опциона составит 15 долларов (без учета комиссионных) (85 долларов - 70 долларов = 15 долларов), а чистый доход (без учета комиссионных) - 10 долларов (15 долларов валового дохода - 5 долларов премии = 10 долларов). Всего же по 100 опционам он получит чистый доход в сумме 1000 долларов (10 долларов  $\times$  100 опционов = 1000 долларов).

Если в день погашения опциона текущая цена на пакет акций "Y" будет равна 90 или будет выше 90 долларов, то владелец опциона не станет реализовывать свое право на продажу ввиду невыгодности. В этом случае его убытки составят 500 долларов, то есть сумму уплаченной им премии.

Торговля деривативами выполняет несколько функций, наиболее важными из которых является **функция страхования** (хеджирования) и **функция игры на разнице цен**. В первом случае фьючерсы и опционы приобретают в целях подстраховки своих позиций на будущее а также снижения размеров возможных потерь вследствие колебаний цен на конкретные ценные бумаги. Во втором инвесторы рискуют, чтобы получить весомую прибыль более экономными способами.

Таким образом, опыт функционирования рынков ценных бумаг свидетельствует о том, что систему ценных бумаг образуют достаточно разнообразные по своему статусу денежные документы. Каждый вид ценных бумаг имеет определенные особенности. Указанные особенности касаются прежде всего объема и видов взаимных прав и обязанностей возникающих между эмитентом ценной бумаги и ее собственником.

Наиболее широким делением ценных бумаг является деление их на ценные бумаги, свидетельствующие о принадлежности (членстве) в организации-эмитенте, и на долговые ценные бумаги. Распространенным видом долговых ценных бумаг являются государственные облигации. Облигационный рынок представляет собой наибольший сектор рынка ценных бумаг.

### ГЛАВА 3. УЧАСТНИКИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

#### Категории участников

На рынке ценных бумаг участники могут иметь один из следующих статусов: выступать как индивиды, институты и как органы государственно-правового регулирования.

#### Индивиды

Индивидуальные участники (individuals) представляют собой физических лиц, обладающих способностью в процессе рыночного взаимодействия пользоваться правами и выполнять обязанности (1). Это могут быть граждане данного государства, иностранные граждане, а также лица без гражданства. На рынке ценных бумаг индивидуальные участники чаще всего рассматриваются как отдельно взятые индивиды вступающие в отношения по поводу ценных бумаг. Предполагается что индивид, как частное лицо, от своего имени действует на рынке приобретает права и обязанности, выступает в суде в качестве истца или ответчика. Индивидуальными участниками являются также физические лица, представляющие других частных лиц (бенефициариев) В том случае, когда определенный индивид является представителем юридического лица или органа государственно-правового регулирования общественных отношений, его нельзя относить к категории индивидуальных участников. Указанная категория, как правило, является довольно многочисленной, вместе с тем, она является пестро-разнообразной и разобщенной. Индивидуальные участники отличаются друг от друга: по количеству и видам ценных бумаг, которыми они владеют; по мере активности, с какой они проявляют себя на рынке; по преследуемым целям; по способам выбора и принятия решений относительно купли-продажи ценных бумаг и так далее.

Кроме того, индивидуальные участники в основном действуют на рынке ценных бумаг "в одиночку". В отдельных случаях для достижения совпадающих целей они объединяются в организационно-неоформленные группы. Например, группа индивидов акционеров предлагает собрать внеочередное общее собрание акционеров данного акционерного общества, вносит и отстаивает на собрании какое-то предложение.

Индивидуальные участники в силу своей разобщенности и разношерстности не занимают на рынке ценных бумаг доминантного положения, оставляя право на это институциональным участникам.

Однако было бы неверно полагать, будто эта категория участников играет незначительную роль на рынке ценных бумаг. Благодаря их многочисленности, эмитенты получают возможность мобилизовывать в больших количествах денежные средства, распоряжаться ими в хозяйственных целях, производить необходимые населению материальные блага.

Таким образом, индивидуальные участники рынка ценных бумаг, преследуя частные цели и вкладывая деньги в ценные бумаги, косвенным образом принимают участие в решении задач, имеющих важное общесоциальное значение, и способствуют процессу насыщения рынка товарами и услугами. То есть они выступают проводниками публичных интересов и в конечном итоге помогают институтам-эмитентам и государству решать задачу поступательного развития общества.

#### Институты

Под **институциональными участниками** (institutions) понимается группа участников рынка ценных бумаг, которая не относится к категории индивидуальных участников и одновременно не является органами государственно-правового регулирования. Институциональные участники (институты) представляют собой организационно-оформленные самоуправляемые совокупности индивидов, действующие на основе своих учредительных документов и других норм права, признанные государством.

В отличие от индивидуальных участников, обладающих статусом физических лиц,

институты в большинстве случаев имеют статус юридических лиц. Основными чертами юридических лиц являются следующие: наличие организационного единства, закрепленного в уставе (положении Учредительном договоре), определяющем структуру и деятельность юридического лица как самостоятельного целостного образования; наличие обособленного имущества, являющегося необходимой основой деятельности его как субъекта права; способность вступать от своего имени в отношения по поводу ценных бумаг, приобретать права и выполнять обязанности; наличие расчетного счета в банке; способность вступать от своего имени в суде или арбитражном суде в качестве истца или ответчика; (2) внесение сведений о данном институте в государственный реестр юридических лиц. Как правило, институты возникают на основе учредительных документов - приказов, учредительных договоров, уставов.

В качестве институтов обычно выступают предприятия, организации, учреждения, товарищества, компании, фонды, корпорации и так далее.

Довольно часто термин "институты" или "институциональные участники" рынка ценных бумаг употребляется не столько для того, чтобы подчеркнуть, что речь идет о юридических лицах или об организационно-оформленной совокупности индивидов, сколько для того, чтобы акцентировать внимание на самоуправленческом характере функционирования таких участников.

### **Органы государственно-правового регулирования**

Под **органами, осуществляющими государственно-правовое регулирование** рынка ценных бумаг, понимаются органы законодательной, исполнительной и судебной власти. В сущности, такие органы представляют собой публично-властные организационно оформленные совокупности индивидов. Отличительными чертами органов государственно-правового регулирования являются наличие публичной власти, организационной оформленности, права издавать общеобязательные акты, прибегать в необходимых случаях к организационному принуждению к санкциям, включая административные (3). Указанные органы не действуют на основе самоуправленческих начал, и имеют субординационную организацию.

Наиболее активно в качестве регуляторов рыночных отношений выступают законодательная и исполнительная власти. Значительно реже - однако это несколько не умаляет их значимости - в упорядочении рынка ценных бумаг принимают участие суды.

Государственно-правовое регулирование рыночных экономических механизмов призвано осуществлять общеобразовательное, в том числе и для самих государственных органов, регулирующее воздействие на поведение институциональных и индивидуальных участников рынка. Более подробно о государственно-правовом регулировании речь будет идти главе 4.

В зависимости от функций, выполняемых в процессе рыночного взаимодействия, участники рынка ценных бумаг делятся на две большие группы: основные и инфраструктурные. В первую группу входят эмитенты, инвесторы, посредники, институты-регуляторы, специальные государственные органы регулирования рынка ценных бумаг. Наиболее важными среди инфраструктурных участников являются депозитарии, клирингово-расчетные учреждения, трастовые институты, агенты по трансферту и регистраторы, продавцы рыночной информации, специальные гарантийные фонды.

### **Виды участников**

В основе деления участников рынка ценных бумаг на основных и инфраструктурных лежит деление функций, которые обычно ими выполняются. Этот вопрос не следует смешивать с вопросом важности: как основные, так и вспомогательные функции имеют важное значение для состояния рынков ценных бумаг. Вместе с тем, под основными функциями понимаются функции, которые составляют основу рыночного взаимодействия с ценными бумагами, в то время как под вспомогательными понимаются функции, связанные с

обеспечением данного взаимодействия, повышением его качества, скорости и так далее.

### ♦ ЭМИТЕНТЫ (ISSUERS)

Этот термин уже встречался в предыдущей главе. В наиболее общем смысле этим термином охватывается государство в целом, отдельные государственные органы, муниципальные органы и институты, выпускающие ценные бумаги. Термины "государство-эмитент" и "государственные органы-эмитенты" необходимо отличать от термина "орган государственного регулирования". Функция первых на рынке ценных бумаг заключается в том, что они выпускают от своего имени ценные бумаги, в связи с чем приобретают определенные права и обязанности нерегулятивного характера. Функция последних, главным образом, сводится к тому, чтобы регулировать и контролировать поведение индивидуальных и институциональных участников рынка ценных бумаг.

Набор эмитентских функций, выполняемых на упомянутом рынке зависит от того, какого вида ценные бумаги выпускаются конкретным эмитентом. Например, при выпуске облигаций наиболее типичными эмитентскими функциями являются: сообщение информации об условиях выпуска этих ценных бумаг; выпуск ценных бумаг; выполнение обязанностей, указанных в условиях выпуска. При выпуске акций - сообщение информации об условиях выпуска акций; выпуск акций; выпуск отчетов о результатах хозяйственной деятельности и финансовом положении, публикация материально значимой информации, проведение ежемесячных собраний акционеров, выполнение других обязательств, указанных: в условиях выпуска и решениях собрания акционеров.

#### **Сообщение информации**

Под **сообщением информации** о выпуске ценных бумаг в большинстве случаев понимается извещение потенциальных инвесторов, сделанное эмитентом, относительно намерения выпустить ценные бумаги, которое содержит сведения о виде выпускаемых ценных бумаг, взаимных правах и обязанностях, возникающих между эмитентом и инвестором при их приобретении, сроках выпуска, стоимости ценных бумаг, условиях и местах, в которых можно приобрести указанные ценные бумаги о порядке оплаты и другие.

Сообщение информации о выпуске ценных бумаг может быть сделано: в виде проспекта, что обычно свойственно акционерным обществам открытого типа, объявлении в газете либо бюллетенях, а также в виде выписки из учредительных документов либо решений собраний учредителей, что обычно свойственно акционерным обществам закрытого типа, либо институтам, которые выпускают долговые ценные бумаги на условиях "вне обращения".

Основными задачами сообщения указанной выше информации являются следующие: известить потенциальных инвесторов о намерении эмитента выпустить ценные бумаги; сообщить об условиях, на которых можно их приобрести; рассказать о взаимных правах и обязанностях между эмитентом и собственниками ценных бумаг; пригласить потенциальных инвесторов обратиться за дальнейшей информацией либо приобрести выпускаемые ценные бумаги. В тех случаях, когда законодательство требует от эмитентов публиковать предварительные проспекты (в основном это касается выпуска акций открытыми акционерными обществами), последние не содержат в себе приглашения к приобретению ценных бумаг. То есть в гражданско-правовом смысле они не являются офертой. Предварительные проспекты, как правило, составляются для того, чтобы подавать их в комиссию по ценным бумагам при регистрации выпуска акций и публикуются в целях оповещения о готовящемся выпуске акций (4).

При выпуске инвестиционных сертификатов обычно законодательство любой страны требует от эмитентов публиковать инвестиционные декларации. В указанных декларациях содержится информация, аналогичная вышеупомянутой. Публикация деклараций о выпуске инвестиционных сертификатов рассматривается как оферта.

В ряде случаев законодательство может устанавливать требования касающиеся объема сведений, подлежащих оглашению в декларациях, подлежащих регистрации в комиссии по ценным бумагам (5).

**Государственная регистрация** информации о выпуске ценных бумаг производится в целях защиты интересов и рынка ценных бумаг в целом (6). Режим государственной регистрации сведений о выпуске ценных бумаг обычно устанавливается тогда, когда эти ценные бумаги предлагаются в открытую продажу.

Как правило, регистрация в комиссии по ценным бумагам информации о выпусках ценных бумаг не производится, если они выпускаются государством, отдельными государственными органами или муниципальными органами. Предполагается, что данные эмитенты являются в общем-то известными потенциальным инвесторам и информация о выпуске ими ценных бумаг не нуждается в проверке.

Иное дело институты-эмитенты. Потенциальные инвесторы могут быть плохо осведомлены о финансовом и хозяйственном положении таких эмитентов, их проблемах, целях. В связи с тем, что общеизвестность институтов-эмитентов является меньшей и при выпуске ценных бумаг они преследуют институциональные интересы, государство во многих случаях возлагает на себя обязанность проверки информации о выпусках ценных бумаг на предмет их достоверности.

Необходимость установления режима государственной регистрации информации о выпуске ценных бумаг поясняется также следующим.

На рынке ценных бумаг в основе всех решений лежит информация. Поэтому информационное обеспечение инвестора является одним из главных способов защиты его интересов. Обладая информацией о том или ином эмитенте, инвестор взвешивает потенциальную выгоду для себя от вложений денежных средств в ценные бумаги этих эмитентов. Производя оценку, он принимает решение. В случае ошибочной информации, его решение окажется ошибочным, и пострадают его интересы. В свою очередь, если его интересы будут ущемлены один или несколько раз, он утратит доверие к этому рынку и предпочтет расходовать деньги на рынке товаров или услуг. Последнее, если оно станет массовым, приведет к тому, что повысится спрос на товары и услуги, вследствие чего возникнут нежелательные инфляционные процессы. Для того, чтобы инвесторы как можно дольше сохраняли доверие к рынку ценных бумаг, государство сохраняет за собой право производить проверку информации о выпуске ценных бумаг в тех случаях, когда эти ценные бумаги выпускаются для массового инвестора. И напротив, если они выпускаются для ограниченного круга инвесторов, либо будут размещаться среди учредителей, то, как правило, Государственная регистрация информации о выпуске таких ценных бумаг не производится. В этом случае предполагается, что будущие собственники ценных бумаг хорошо осведомлены относительно хозяйственного и финансового состояния института-эмитента и уже в силу этого их интересы являются защищенными (7).

### **Выпуск ценных бумаг**

Термин "**выпуск ценных бумаг**" используется в широком и узком смысле слова. Под выпуском ценных бумаг в первом случае понимают сложный комплекс различных мер, которые осуществляются эмитентом непосредственно либо при помощи посредников с целью получения путем продажи ценных бумаг необходимых эмитенту средств. Наиболее важными мерами в данном контексте являются принятие эмитентом решения о выпуске ценных бумаг, регистрация информации об их выпуске, изготовление ценных бумаг, распространение информации о выпуске ценных бумаг, организация пунктов приобретения ценных бумаг, заключение договора с посредниками либо с их синдикатом о размещении данных ценных бумаг и некоторые другие.

В узком смысле слова под выпуском ценных бумаг подразумевается продажа эмитентом непосредственно либо через посредников своих ценных бумаг с целью получения необходимых средств. В данной брошюре большей частью будет использоваться узкое

понимание термина, однако иногда будут затрагиваться также некоторые элементы широкого его понимания.

Законодательными актами различных стран, в ряде случаев, кроме режима регистрации информации о выпуске, также устанавливается режим государственной регистрации самого выпуска ценных бумаг. При этом все вышеперечисленные соображения, касающиеся первого режима, сохраняют свою силу и для второго. То есть наиболее общие принципы последнего сводятся к следующему: государственная регистрация выпусков ценных бумаг осуществляется с целью защиты интересов инвесторов и рынка ценных бумаг в целом; регистрация выпусков ценных бумаг способствует поддержанию целостности указанного рынка и порядка на нем; последнее непосредственно связано с обеспечением и защитой публичных интересов, то есть интересов общества в целом; режим государственной регистрации выпусков ценных бумаг устанавливается не для всех случаев, а только для тех, где институциональный интерес эмитента может вступить в конфликт с интересами инвесторов и других участников рынка ценных бумаг и ущемить последние.

Таким образом, и тогда, когда эмитенты должны регистрировать выпускаемые ими ценные бумаги, и тогда, когда этого от них не требуется, функция продажи ценных бумаг следует за функцией сообщения информации о выпуске. Более подробно о продаже ценных бумаг эмитентами, то есть о первичном рынке ценных бумаг, речь будет идти в следующей главе.

### **Обязанности эмитентов**

Третьей наиболее важной из эмитентных функций является функция использования прав и выполнения обязанностей, указанных в условиях выпуска. Применительно к долговым ценным бумагам это означает, обязанность эмитента в установленные сроки полностью вернуть собственнику такой ценной бумаги сумму долга и выплатить ему вознаграждение в виде дохода. Применительно к ценным бумагам, свидетельствующим об участии (членстве) в организации-эмитенте, диапазон взаимных прав и обязанностей является большим. Специфика их заключается именно в том, что собственники таких ценных бумаг являются одновременно сособственниками организации-эмитента и в силу этого могут принимать участие в управлении делами эмитента на общих собраниях.

Практически во всех странах, где выпускаются такие ценные бумаги высшими руководящими органами эмитентов законодательство называет общее собрание участников. Правовые нормы определяют не только соответствующий статус общих собраний, но и могут устанавливать требования к частоте и порядку их созыва, компетенцию, порядок проведения голосования и так далее. Важной обязанностью, например, акционерных институтов является сообщение ежегодных сведений о результатах деятельности ~ балансовых документов, отчетов о прибыли и убытках и некоторые другие. Ежегодные отчеты эмитентов в развитых странах выпускаются в виде довольно объемных брошюр. Предваряет отчет, как правило, обращение наивысших должностных лиц к акционерам. В обращении дается анализ наиболее важных событий, которые имели место в прошедшем году, содержатся сведения о предпринимавшихся мерах и достигнутых результатах. Обычно в обращениях также содержится информация о наиболее важных планах эмитента на будущее указанием благоприятных и неблагоприятных условий, с которыми в следующем году может столкнуться эмитент (8).

### **♦ ИНВЕСТОРЫ (INVESTORS)**

Об инвесторах, также как и эмитентах, уже шла речь в предыдущей главе. В контексте рынка ценных бумаг инвесторами обычно называют тех участников рыночного взаимодействия, которые вкладывают имеющиеся у них денежные и иные средства в ценные бумаги. Несмотря на внешнюю Простоту, указанное определение имеет ряд условностей. В частности, это касается прежде всего понятия "имеющиеся денежные и иные средства".

Указанный термин охватывает как случаи, когда инвестор оплачивает стоимость ценных бумаг собственными денежными или иными средствами, так и случаи, когда он использует в этих целях заемные (чаще всего денежные) средства.

С другой стороны, не все участники рынка ценных бумаг, приобретающие ценные бумаги за собственные денежные средства, являются инвесторами. Например дилеры, хотя и приобретают ценные бумаги как приципалы, относятся к категории посредников, а не инвесторов.

В большинстве случаев, инвесторы преследуют на рынке ценных бумаг одну или несколько определенных целей. Иногда они хотят уберечь свои денежные средства от обесценивания, в других случаях они надеются получить доход от вложений, в третьих - установить контроль над эмитентами (это касается, главным образом, акционерных обществ) и так далее.

Для того, чтобы стать инвестором на рынке ценных бумаг, необходимо иметь лишь волеизъявление и денежные или иные средства, которые можно было бы вложить в ценные бумаги. При этом не требуется прохождение процедур государственной регистрации или лицензирования, кроме тех случаев, когда приобретаются существенные или контрольные пакеты ценных бумаг, подтверждающих участие.

При приобретении ценных бумаг инвесторы в подавляюще большом количестве случаев используют в качестве средства платежа денежные средства, то есть деньги. Однако иногда, например при образовании акционерных обществ, в качестве средства оплаты стоимости акций могут использоваться имущество, имущественные и неимущественные права, другие ценные бумаги. Например, в Украине законодательство разрешает формировать уставной фонд акционерных обществ указанными выше средствами наряду с денежными (9).

В качестве инвесторов на рынке ценных бумаг обычно выступают индивиды и институты, реже государство в лице казначейства либо Национального банка. Индивиды или государство проявляют себя на упомянутом рынке менее активно по сравнению с институтами. В свою очередь институциональные инвесторы представляют собой также довольно неоднородную группу участников.

Наиболее активными среди институциональных инвесторов обычно являются коммерческие банки, пенсионные фонды, страховые компании. Менее активными являются промышленные или торговые предприятия, компании, хозяйственные общества и так далее. Последняя категория институциональных инвесторов в большинстве случаев становится инвесторами в силу наличия каких-то хозяйственных или финансовых связей с эмитентами. Например, для реализации проекта муниципальный орган выпускает облигации, а предприятия, которые будут участвовать в реализации проекта, соглашаются приобрести какую-то часть облигаций. Или коммерческий банк представляет собой открытое акционерное общество. В этом случае многие его клиенты (предприятия фирмы, хозяйственные общества) могут приобретать акции данного банка и пользоваться правами и льготами акционеров (10).

В отличие от данной группы, активные институциональные инвесторы образуют костяк рынка ценных бумаг. Они постоянно продают и приобретают различные ценные бумаги, способствуют обеспечению ликвидности рынка ценных бумаг, обеспечивают его "оживление". Можно считать, что степень активности данных институтов на рынке ценных бумаг вместе с посредническими услугами и совершенной инфраструктурой определяют степень развития указанных рынков.

#### ♦ КОММЕРЧЕСКИЕ БАНКИ (COMMERCIAL BANKS)

В классическом понимании коммерческие банки представляют собой финансовые учреждения, основная задача которых заключается в том чтобы привлекать денежные средства на хранение и затем использовать часть полученных средств для выдачи

краткосрочных кредитов (11). Доходы, получаемые от указанной деятельности составляют основную часть доходов коммерческих банков.

Вместе с тем, понятие "основная" часть доходов и "переменная" часть доходов представляют собой различные понятия. Это означает, что в отдельные периоды коммерческие банки могут получать от кредитной деятельности большие или меньшие доходы. Размер доходов зависит в каждый данный период от множества факторов, главным из которых является спрос на кредитные ресурсы. То есть состояние кредитного рынка - рынка, на котором продаются и покупаются кредитные ресурсы (кредиты) - зависит от спроса и предложения на кредиты. В периоды, когда спрос превышает предложение, цены на кредиты растут (кредитная процентная ставка повышается); в противном случае происходит обратное.

Коммерческие банки могут предоставлять кредиты своим клиентам за счет денежных средств, получаемых из различных источников. Например, они могут приобрести кредитные ресурсы у центрального банка страны по определенному проценту и предоставить кредиты своим клиентам по более высоким процентам. Одни банки также могут приобретать кредитные ресурсы у других коммерческих банков, иных крупных учреждений по приемлемым ценам и снова-таки доставлять своим клиентам кредиты под проценты, способные покрыть цену приобретения кредитных ресурсов и принести доход. Наконец, они могут использовать денежные средства, хранящиеся у них на депозитных счетах. В связи с тем, что коммерческие банки сами платят проценты по депозитным счетам владельцев этих счетов, процент по кредитам также обычно является более высоким по сравнению с процентом по депозитам.

Предположим, что в какой-то период в стране наметился спад деловой активности, в связи с чем уменьшился спрос на кредиты. Это означает, что для предоставления клиентам кредитов может быть использована только определенная часть денежных средств, находящихся в распоряжении коммерческого банка; другая же часть остается невостребованной.

Коль скоро банк не может допустить, чтобы оставшаяся часть "бездействовала", то есть не приносила дохода, ее обычно используют для приобретения ценных бумаг. Указанные ценные бумаги должны быть надежными, ликвидными и доходными. В предыдущей главе уже упоминалось об обратном характере взаимосвязи между надежностью и ликвидностью ценных бумаг, с одной стороны, и их доходностью - с другой. Поэтому коммерческий банк постоянно вынужден решать, чему он отдаст предпочтение в данный период времени. Если он решит, что для него более важной является ликвидность, то придется жертвовать доходностью; если же он выделяет в качестве приоритета доходность, то придется приобретать более рискованные либо менее ликвидные ценные бумаги. Приняв соответствующее решение, коммерческий банк приобретает определенные ценные бумаги. Довольно часто это бывают государственные или местные краткосрочные облигации, коммерческие бумаги, депозитные сертификаты других банков. Вложив определенную часть имеющихся денежных средств в ценные бумаги, коммерческий банк получает возможность: во-первых, сохранить свои средства; во-вторых, получать доход от вложений; в-третьих, представлять услуги по гарантированию и обеспечению, коль скоро приобретенные ценные бумаги могут использоваться в качестве средства обеспечения; в-четвертых, выплачивать проценты по депозитам за счет продажи части приобретенных ценных бумаг.

Предположим, что период спада деловой активности начал проходить, и спрос на кредиты повысился. В связи с тем, что доходы от кредитной деятельности всегда выше по сравнению с доходами от ценных бумаг, коммерческий банк может продать часть своего портфеля ценных бумаг и использовать полученные деньги для предоставления кредитов клиентам.

В условиях повышения спроса на кредитные ресурсы, центральный банк в целях сдерживания стремительного роста процентов по кредитам может, например, при выделении

кредитных ресурсов коммерческим банкам потребовать, чтобы возврат их был обеспечен, скажем государственными облигациями. Это означает, что коммерческий банк для того, чтобы купить кредитные ресурсы у центрального банка, обязан приобрести соответствующее количество государственных облигаций и держать их в качестве обеспечения обязательств по возвращению кредита центральному банку.

Таким образом, вышеупомянутые примеры представляют собой лишь незначительную часть ситуаций, в которых коммерческие банки обычно проявляют себя как активные инвесторы.

### ♦ ПЕНСИОННЫЕ ФОНДЫ (PENSION FUNDS)

Под пенсионными фондами обычно понимают специализированные финансовые учреждения, основная функция которых заключается в том, чтобы аккумулировать денежные средства и выплачивать за счет этих средств пенсии лицам, имеющим право на их получение (12). Порядок поступления денежных средств в пенсионные фонды и их использования, а также выплаты пенсий, как правило, устанавливается соответствующими законодательными актами.

Пенсионные фонды могут быть государственными и негосударственными. Отличительными чертами пенсионных фондов, как институциональных инвесторов, действующих на рынке ценных бумаг, являются регулятивность, с которой денежные средства к ним поступают и с которой указанные фонды производят выплату пенсий. Наличие у этих инвесторов возможности предвидеть объемы поступлений и выплат, а также неотвратимый характер обязанности по выплатам пенсий.

Все эти особенности оказывают значительное влияние на поведение пенсионных фондов на рынке ценных бумаг. В частности, они имеют возможность планировать свою инвестиционную деятельность не только на ближайшее, но и на более отдаленное время. Это позволяет им действовать на рынке ценных бумаг в качестве долгосрочных и постоянных инвесторов.

Сказанное выше довольно просто поясняет причину, по которой пенсионные фонды являются активными институциональными инвесторами на рынках долгосрочных государственных и местных облигаций.

Пенсионные фонды обычно не рискуют на рынке. Для них наиболее важными являются не столько доходность от вложений в ценные бумаги, сколько надежность и ликвидность последних. В портфелях ценных бумаг пенсионных фондов наибольшее место занимают государственные облигации, облигации, выпускаемые отдельными государственными органами, а также местные облигации.

В ряде стран законодательные акты устанавливают требования, в соответствии с которыми пенсионные фонды могут делать вложения в ценные бумаги. Это касается, например, соотношения долей, которые в портфеле ценных бумаг приходится на вышеперечисленные облигации и акции.

Коль скоро пенсионные фонды имеют возможность распоряжаться огромными суммами денег, то законодательство обычно ограничивает этих институциональных инвесторов в правах на участие в акционерных обществах (13). Во-первых, они могут приобретать только акции, которые находятся в официальной котировке на фондовых биржах. Как правило, пенсионные фонды не участвуют в сделках с акциями на вторичном внебиржевом рынке. (О биржевом и внебиржевом сегментах рынка ценных бумаг более подробно речь будет идти в следующей главе). Во-вторых, пенсионным фондам обычно запрещено приобретать контрольные пакеты акций. В-третьих, в тех случаях, когда пакеты акций, которыми владеют пенсионные фонды, являются существенными, законодательство обычно ограничивает права пенсионных фондов на участие в управлении хозяйственной и финансовой деятельностью эмитента. Основная цель этих институциональных инвесторов заключается не в стремлении приобрести контроль над акционерными элементами, а в

сохранении вложенных денежных средств и получении по ним доходов, которые можно будет направить на выплату пенсий.

Представители пенсионных фондов в таких случаях часто входят в совет директоров акционерного эмитента, однако обычно не вмешиваются в управление делами эмитента и следят лишь за тем, чтобы в результате такой деятельности были соблюдены интересы пенсионного фонда.

Инвесторская функция пенсионных фондов также имеет важное социальное значение. В соответствии с законодательством, субъекты предпринимательской деятельности, которые используют наемный труд, как правило, вносят определенные денежные взносы в указанные фонды в пользу своих наемных работников. Вкладывая деньги в государственные ценные бумаги, пенсионные фонды способствуют в определенной мере решению вопроса бюджетных платежей; приобретая муниципальные облигации, они способствуют реализации местных программ и проектов развития или строительства важных для данной местности объектов, наконец, оплачивая стоимость акций, выпускаемых промышленными или коммерческими институтами, пенсионные фонды способствуют тем самым производству и продаже товаров и услуг, необходимых населению, и косвенно - сохранению или увеличению занятости населения.

### ♦ СТРАХОВЫЕ КОМПАНИИ (INSURANCE COMPANIES)

Под страховыми компаниями обычно понимают субъектов предпринимательской деятельности, которые специализируются на предоставлении страховых услуг. В определенной мере страховые компании, как институциональные инвесторы, напоминают на рынке ценных бумаг пенсионные фонды. Вместе с тем, проявляя осторожность в смысле надежности и ликвидности ценных бумаг, эти эмитенты часто заботятся также и о доходности своих вложений. Кроме того, несмотря на достаточное постоянство притока денежных средств, страховые компании обычно испытывают большую по сравнению с пенсионными фондами неопределенность относительно вероятности наступления страховых случаев и поэтому частоты проведения страховых выплат. Тем не менее, у страховых компаний, к которым денежные средства поступают, главным образом, в виде страховых взносов, имеется достаточно большая определенность относительно объемов средств, которые они могут инвестировать в ценные бумаги, а также сроков, на которые могут приобретаться ценные бумаги.

Как пенсионные фонды и коммерческие банки, страховые компании часто предпочитают вкладывать деньги в государственные и местные краткосрочные, среднесрочные, и даже долгосрочные облигации. Они также активно проявляют себя на рынке депозитных сертификатов и коммерческих бумаг. В портфелях ценных бумаг, принадлежащих страховым компаниям, имеется место и для акций акционерных обществ. Приобретение страховыми компаниями институциональных ценных бумаг способствует осуществлению эмитентами хозяйственной и финансовой деятельности. Бывают случаи, когда какой-либо институт-эмитент является владельцем страхового полиса определенной страховой компании, а последняя приобретает какую-то часть выпущенных этим эмитентом ценных бумаг. В ряде случаев законодательными актами зарубежных стран устанавливается обязательное страхование, и это означает, что институты-эмитенты обязаны "отвлекать" часть имеющихся у них денежных средств на нужды страхования. Приобретение страховыми компаниями ценных бумаг таких эмитентов помогает в какой-то мере "возвратить" часть денежных средств, необходимых эмитенту для осуществления хозяйственной деятельности и одновременно выполнить требование закона об обязательном страховании.

## **ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ, ТРАСТЫ, КОМПАНИИ (investment funds, investment trusts, investment companies)**

Об инвестиционных фондах и инвестиционных компаниях уже упоминалось в предыдущей главе как о предприятиях коллективного инвестирования в ценные бумаги. В сущности коллективное инвестирование представляет собой достаточно дешевый и удобный способ приобретения портфеля ценных бумаг. Инвестор приобретает инвестиционный сертификат и тем самым приобретает часть дохода, получаемого от портфеля разнообразных ценных бумаг. Коллективное инвестирование почти всегда является портфельным, поскольку одна из главных его задач заключается в том, чтобы рассредоточить и определенным образом объединить риски, связанные с приобретением тех или иных ценных бумаг. С другой стороны, коллективное инвестирование дает возможность осуществлять постоянное управление портфелем ценных бумаг при помощи специалистов.

Несмотря на то, что идея мобилизации денежных средств путем выпуска одних ценных бумаг с целью последующего вложения указанных средств в другие ценные бумаги является довольно понятной, практика ее осуществления является достаточно разнообразной. Вследствие этого иногда могут возникать различия в понимании отдельных аспектов ее осуществления. В увеличение степени неопределенности вносят свою лепту также терминологические особенности. Например, в законодательстве такой неанглоязычной страны как Дания, инвестиционные фонды и инвестиционные компании называются обобщенно "инвестиционными ассоциациями" (14). В США иногда инвестиционные фонды обобщенно называют разновидностью инвестиционных компаний (15) термины "инвестиционные фонды" и "инвестиционные компании" употребляются наряду с термином "инвестиционные трасты" (unit trusts) (16) либо термин "взаимный фонд" (mutual fund) используется синоним термина "инвестиционный фонд открытого типа" (open trust) (17). В тексте Директивы ЕЭС от 20 декабря 1985 года (№85/611), встречаются термины "общие фонды" (common funds), "инвестиционные трасты" (unit trusts) и "инвестиционные компании" (investment companies), причем первые два не отождествляются с третьим (18). В Украине наряду с терминами "инвестиционный фонд" и "инвестиционная компания" употребляется термин "взаимный фонд инвестиционной компании", которым обозначают филиалы инвестиционных компаний (19). Таким образом, чтобы более точно определить содержание понятий "инвестиционные фонды" и "инвестиционные компании", необходимо уточнять положения соответствующих законодательных актов конкретной страны.

В контексте рынка ценных бумаг, в общем и целом, под **инвестиционными фондами и инвестиционными трастами** понимают такие финансовые организации, которые осуществляют инвестиционную деятельность в ценные бумаги при помощи компаний, специализирующихся на управлении инвестициями (management companies) и депозитариев (depositories), то есть учреждений, в которых хранятся средства указанных фондов и трастов. Инвестиционные фонды, как правило, функционируют в силу обычного договора между фондом и компанией - инвестиционным управляющим; инвестиционные трасты действуют в силу трастового договора между трастом и компанией, являющейся инвестиционным управляющим. В первом случае фонд договаривается с инвестиционным управляющим о том, что последний будет осуществлять инвестиционную деятельность фонда, во втором - траст доверяет и поручает инвестиционному управляющему осуществлять инвестиционную деятельность в отношении денежных средств инвестиционного траста. Как инвестиционный фонд, так и инвестиционный траст мобилизуют необходимые для инвестиций денежные средства путем выпуска собственных ценных бумаг, которые обобщенно называются инвестиционными сертификатами (units).

Инвестиционные фонды и инвестиционные трасты действуют на основе учредительного документа, обычно именуемого Правилами фонда или траста (fund or trust rules), обычного или трастового договора с компанией - управляющим, а также договора с депозитарием.

Кроме вышеупомянутого, деятельность инвестиционных трастов имеет ряд особенностей. В частности, портфель ценных бумаг, в которые вкладываются средства инвестиционного траста, в большинстве случаев формируется за счет приобретения ценных бумаг какого-то одного вида например, различных высокодоходных облигаций, и остается неизменным до момента погашения этих облигаций. Инвестиционный траст создается на определенный, обычно непродолжительный срок. После первичного выпуска им инвестиционных сертификатов, новые выпуски не производятся. По окончании срока действия инвестиционного трастового договора инвестиционный управляющий, которому было поручено управлять портфелем ценных бумаг, ликвидирует портфель и полученный доход разделяет между собственниками инвестиционных сертификатов указанного траста (20).

В отличие от инвестиционных трастов, инвестиционные фонды, как правило не ограничиваются в том, чтобы их портфель ценных бумаг оставался неизменным в течение всего периода существования фонда либо в том, чтобы они были привязаны к какому-то определенному виду ценных бумаг.

Решение относительно вложения средств инвестиционного траста в определенные ценные бумаги принимаются трастом, а инвестиционному управляющему доверяется и поручается обслуживание этого портфеля; решение о формировании портфеля ценных бумаг инвестиционных фондов, целесообразности пополнения его новыми либо исключение из него ранее приобретенных ценных бумаг принимается обычно инвестиционным управляющим.

**Инвестиционные фонды бывают двух типов: открытые (open-end) и закрытые (closed-end).** Основное различие между ними заключается в том, что в первом случае инвестиционный фонд выпускает и погашает выпущенные им инвестиционные сертификаты на постоянной основе. То есть собственник инвестиционного сертификата в любой момент может погасить имеющийся у него сертификат путем предъявления его инвестиционному фонду, и последний обязуется выкупить данный сертификат. Инвесторы, желающие приобрести инвестиционные сертификаты открытых инвестиционных фондов, могут сделать это либо через брокера, либо обратившись в сам фонд. Они не могут приобрести указанные сертификаты у других инвесторов (21).

Во втором случае инвестиционные фонды выпускают инвестиционные сертификаты на разовой основе и не производят постоянного, то есть по первому требованию собственника, их погашения. То есть инвестиционные фонды закрытого типа новых выпусков инвестиционных сертификатов не делают. Инвесторы, которые желают приобрести инвестиционные сертификаты закрытых инвестиционных фондов, могут это сделать только путем приобретения их у других инвесторов (22).

В контексте рынка ценных бумаг под **инвестиционными компаниями** (investment companies) обычно понимают финансовые организации, которые, как правило, самостоятельно управляют собственной инвестиционной деятельностью, и в большинстве случаев обязаны хранить свои средства в депозитариях. Инвестиционные компании не обязаны пользоваться услугами компаний - инвестиционных управляющих. Указанные компании обычно осуществляют свою деятельности на основе учредительных документов (instruments of incorporation), а также договора с депозитарием. Такие компании также являются юридическими лицами. Также как и инвестиционные фонды и инвестиционные трасты, инвестиционные компании выпускают свои инвестиционные сертификаты и мобилизованные таким образом средства вкладывают в ценные бумаги.

Инвестиционные компании имеют самостоятельный баланс. Они сами принимают решение относительно того, каким будет портфель ценных бумаг, какие ценные бумаги необходимо приобрести либо продать и так далее. Инвестиционные сертификаты инвестиционных компаний может продаваться и покупаться на фондовых биржах.

Согласно законодательству практически всех развитых стран, предприятие коллективного инвестирования в ценные бумаги - инвестиционные трасты, закрытые или

открытые инвестиционные фонды и инвестиционные компании - должно получить у комиссии по ценным бумагам или аналогичном ей государственном органе разрешение на осуществление инвестиционной деятельности. То есть указанный вид финансовой деятельности является лицензионным. Разрешение на осуществление инвестиционной деятельности выдается инвестиционному трасту и инвестиционному фонду в случае утверждения комиссией по ценным бумагам предложения об инвестиционном управляющем, правил траста или фонда, а также выбора депозитария. Инвестиционной компании выдается разрешение только в том случае, если разрешающий государственный орган утвердит учредительные документы компании и выбор депозитария (23).

В выдаче разрешения на осуществление деятельности по коллективному инвестированию может быть отказано в случаях, если руководители управляющей компании, инвестиционной компании или депозитария не имеют добропорядочной репутации либо не обладают опытом и знаниями, необходимыми для выполнения возлагаемых на них задач. Обычно в таких случаях под "руководителями" понимаются физические лица, которые в силу закона либо учредительных документов имеют право представлять управляющую или инвестиционную компанию либо депозитарий и которые фактически определяют политику последних.

Законодательство зарубежных стран обычно запрещает, чтобы компания, являющаяся инвестиционным управляющим, и депозитарий были совмещены в одном лице. Кроме того, как для управляющей компании, так и для инвестиционной компании осуществляемые ими виды деятельности должны быть исключительными видами предпринимательской деятельности (24). Это означает, что компания - управляющий не может осуществлять никакие иные виды деятельности, а инвестиционная компания не может заниматься ничем, кроме деятельности по коллективному инвестированию в ценные бумаги.

К поведению инвестиционных трастов, фондов и компаний государство предъявляет повышенные требования. В частности, законодательство обычно содержит множество ограничений, касающихся того, в какие ценные бумаги и в каких пределах они могут вкладывать свои средства, в каких пределах допускается вложение средств не в ценные бумаги, а также запреты на использование мобилизованных денежных средств в качестве кредитных ресурсов. Инвестиционные трасты, фонды и компании должны два раза в год публиковать сведения о результатах их финансовой деятельности, и два раза в месяц публиковать цены на инвестиционные сертификаты. Два раза в месяц независимые аудиторы должны проверять, соответствуют ли вложения в ценные бумаги условиям, которые отражены в учредительных документах или правилах, и насколько правдиво производится подсчет стоимости средств инвестиционного траста, фонда или компании. Депозитарии, хранящие и обслуживающие средства таких трастов, фондов и компаний, должны быть доступными для общественного контроля.

### **Посредники (intermediaries)**

Применительно к рынку ценных бумаг под посредниками обычно подразумеваются такие финансовые организации, которые предоставляют в процессе взаимодействия с ценными бумагами посреднические услуги. На указанном рынке существует три основных вида посреднических услуг: брокерские, дилерские и услуги по осуществлению подписки. Соответственно этому различают три вида посредников: брокеры, дилеры и андеррайтеры (подписчики).

### **Брокеры**

В широком смысле слова термин "брокерские услуги" обычно используется для обозначения регулярно выполняемой деятельности, главным содержанием которой является заключение сделок с ценными бумагами за счет клиентов (25). Источником дохода брокера является комиссионная оплата его услуг. Брокеры всегда действуют на рынке ценных бумаг как агенты, то есть выразители воли и интересов своих клиентов. За выполнение порученных

действий клиенты платят брокерам комиссионное вознаграждение. При приобретении ценных бумаг брокером право собственности к нему не переходит; оно переходит к клиенту, по поручению и за счет которого брокер совершает сделки. При совершении сделок продажи ценных бумаг снова-таки к брокеру право собственности на полученные денежные средства не переходит. Их собственником является клиент.

Брокерско-клиентские отношения обычно возникают на основе соглашений. В этих соглашениях определяются виды услуг, которые будет оказывать клиенту брокер, порядок получения заказов брокером, порядок извещения брокером своего клиента о результатах выполнения его заказа, стоимость конкретных услуг и так далее.

Брокеры могут осуществлять свои посреднические функции как на биржевом, так и на внебиржевом рынках ценных бумаг. Как правило, они открывают и ведут счета своих клиентов в депозитариях и клирингово-расчетных учреждениях. Наряду с этими счетами у брокера имеются свои собственные.

### **Дилеры**

Клиентами брокера обычно являются инвесторы, однако ими могут быть и дилеры.

В широком смысле слова термин "дилерские функции" (dealers functions) обычно используется для обозначения регулярно совершаемой предпринимательской деятельности, основным содержанием которой является покупка и продажа ценных бумаг за свой собственный счет (26). Источником дохода дилера является разница между ценой продажи определенной ценной бумаги и ценой ее приобретения. Дилеры действуют на рынке ценных бумаг как принципалы, то есть от своего имени, выражая собственную волю и собственные интересы, а также за свой счет.

При приобретении ценных бумаг дилером, к нему переходит право собственности на указанные бумаги; при продаже ценных бумаг дилер переуступает также и право собственности на них.

В депозитарии и расчетно-клиринговом учреждении дилер открывает и ведет только свои собственные счета.

### **Подписчики**

Термин "услуги по проведению подписки" (underwriters' functions) обычно используется на рынке ценных бумаг для обозначения посреднической деятельности, основным содержанием которой является размещение выпускаемых ценных бумаг среди инвесторов.

Указанный вид посреднической деятельности имеет ряд особенностей. В частности, обычно андеррайтерские услуги предоставляются в отношении ценных бумаг, выпускаемых в свободное обращение. В большинстве случаев они оказываются не одним посредником, а несколькими (синдикатом посредников). Оплата услуг андеррайтеров производится эмитентом, как правило, за счет разницы между эмиссионной ценой и номинальной стоимостью ценных бумаг. В случаях, предусмотренных соглашением о размещении ценных бумаг, которое обычно заключается между эмитентом и синдикатом посредников или отдельным андеррайтером, участники синдиката либо этот андеррайтер обязаны приобрести ту часть выпускаемых ценных бумаг, которые не удалось разместить.

В наиболее простом виде схема осуществления посреднической деятельности по проведению подписки выглядит следующим образом (27). Эмитент принимает решение о выпуске ценных бумаг при помощи посредников. Чаше всего он действует через банк. Между эмитентом и банком проводятся длительные переговоры относительно порядка размещения выпускаемых ценных бумаг, условиях проведения подписки, участниках синдиката, эмиссионной цене ценных бумаг, размерах вознаграждения. Указанный банк является менеджером по подписке.

Используя свои связи, банк обращается к дилерам, которые осуществляют торговлю ценными бумагами, то есть специализирующихся на покупке и продаже крупных пакетов

ценных бумаг. Он сообщает последним об условиях, на которых выпускаются ценные бумаги, описывает выгоду, которую смогут получить инвесторы от приобретения этих ценных бумаг. После чего банк делает предложение дилерам войти в синдикат подписчиков (андеррайтеров).

Участники синдиката также проводят переговоры относительно условий размещения ценных бумаг. Затем заключается соглашение между синдикатом и эмитентом, в котором учитываются пожелания обеих сторон. Синдикат подписчиков начинает рекламную кампанию в отношении эмитента и выпускаемых им ценных бумаг, а также организует и проводит подписку на выпускаемые ценные бумаги. Для этих целей дилеры-оптовики обычно пользуются услугами дилеров-розничников, которые не торгуют оптовыми пакетами ценных бумаг и с которыми у них складываются достаточно устойчивые связи.

Дилеры-розничники обычно не являются участниками синдиката андеррайтеров, однако могут принимать активное участие в размещении выпускаемых ценных бумаг.

По завершении подписки доход, полученный от разницы между эмиссионной ценой и номинальной стоимостью выпущенных ценных бумаг, делится на три части. Одна часть (примерно 20%) идет на оплату услуг менеджера по подписке, другая - на оплату услуг участников синдиката и возмещения понесенных ими затрат (консультации, реклама) и третья - на оплату услуг дилеров-розничников. Последняя часть является наибольшей и может достигать 60% дохода. Нередко она является компенсацией дилерам-розничникам за то, что они согласились приобрести выпускаемые ценные бумаги (28). На этом посреднические услуги по подписке заканчиваются.

Далее дилеры, которые приобрели выпущенные ценные бумаги, "делают рынок" для этих ценных бумаг. Эмитенты, как правило, являются заинтересованными не только в том, чтобы разместить ценные бумаги, но и в том, чтобы их цена не начала сразу же падать.

Все виды посреднической деятельности на рынке ценных бумаг являются лицензионными, то есть для того, чтобы предоставлять брокерские, дилерские или андеррайтерские услуги, необходимо получить государственную лицензию. При выдаче таких лицензий разрешающий государственный орган обычно проверяет репутацию руководителей институтов-посредников, наличие у них необходимой квалификации и знаний, а также соответствующей материально-технической базы, включая технические средства обработки информации и связи.

## ♦ ИНСТИТУТЫ-РЕГУЛЯТОРЫ

Институты-регуляторы занимают на рынке ценных бумаг чрезвычайно важное место. Обычно этим термином называются саморегулируемые организации (self-regulated organizations - SROs), основной функцией которых является упорядочение отношений, осуществляемых с ценными бумагами путем установления правил, стандартов и критериев поведения на рынке.

Институты-регуляторы помогают государству регулировать рыночное взаимодействие, поддерживать его целостность и упорядоченность, контролировать поведение эмитентов и посредников с целью придания рыночным отношениям с ценными бумагами более высокой эффективности, стандартности и моральности.

Они осуществляют регулятивные функции, главным образом, тремя способами: а) путем конкретизации государственно-правовых норм в рамках делегированных законодательством или подзаконными актами полномочий; б) путем создания институционально-правовых норм, стандартов и критериев в случаях, когда какие-либо отношения оказываются неурегулированными законодательством или подзаконными актами однако в их упорядочении имеется практическая необходимость, же в) путем рассмотрения споров, возникающих между участниками саморегулируемых организаций (институтов-регуляторов).

Правовые нормы, которые устанавливаются институтами-регуляторами на рынке

ценных бумаг, обычно закрепляются в их уставах, положениях, регламентах, правилах, решениях и других документах. При помощи указанных документов они определяют механизм взаимодействия участников в рамках конкретной саморегулируемой организации, устанавливают процедуры допуска и выхода из института-регулятора, закрепляют стандарты и критерии, которых должны придерживаться участники, вступая во взаимодействие между собой и с институтом-регулятором. Наиболее важными институтами-регуляторами являются **фондовые биржи и ассоциации брокеров и дилеров по ценным бумагам**.

Например, устав Нью-Йоркской фондовой биржи устанавливает статус членов биржи, порядок осуществления руководства биржей и ее деятельностью (полномочия ежегодных собраний, порядок их созыва и проведения, полномочия Правления), регулирует взаимоотношения биржи со служащими, определяет порядок заключения биржевых контрактов о сделках с ценными бумагами, регистрации ценных бумаг, содержит дисциплинарные правила, а также правила рассмотрения споров, возникающих между членами биржи (29). В Инструкции НИФБ по включению и исключению ценных бумаг из списков Биржи установлены минимальные количественные показатели, которым должны удовлетворять американские и иностранные компании для того, чтобы их ценные бумаги могли котироваться на указанной бирже, а также порядок утверждения биржей агентов по трансферту и регистраторов, требования к хранению ценных бумаг, процедуры исключения ценных бумаг из биржевых списков (30).

В Правилах Совета директоров, регламентирующих деятельность организаций-членов биржи и индивидуальных ее членов, определяются требования относительно размеров капитала, который должны иметь упомянутые выше члены НИФБ; порядок регистрации брокерских контор и их служащих; порядок открытия и ведения брокерскими конторами счетов клиентов, требования к финансовой отчетности упомянутых контор и ряд других (31).

Устав Национальной ассоциации дилеров с ценными бумагами также содержит положения, касающиеся членства в ассоциации, порядка осуществления взаимоотношений между ними, в том числе в рамках общенациональной компьютеризованной системы котирования ценных бумаг, которая функционирует при ассоциации.

Во Франции одним из наиболее важных институтов-регуляторов является Совет фондовых бирж. Указанный Совет принимает "Общие правила" (Reglement General) и "Общие директивы" (Decisions Generales), касающиеся функционирования биржевого рынка в стране. В частности, он отвечает за регулирование порядка осуществления повседневной биржевой торговли, деятельности посредников, участия в биржевых торгах, принимает решения о допуске ценных бумаг к котировке и исключению из котировки, устанавливает правила поведения участников и так далее (32).

В Германии наиболее значимым из институтов-регуляторов является Франкфуртская фондовая биржа. В "Правилах и процедурах Франкфуртской фондовой биржи" также содержится ряд положений, касающихся допуска посредников к биржевой торговле, процедур введения, приостановления и прекращения котировки ценных бумаг, обязанностей курсового маклера, требований к отчетности, а также критериев допуска к официальному, регулируемому и свободному котированию на бирже (33).

В Дании функции института-регулятора выполняет, например, Копенгагенская фондовая биржа. Основными нормативными документами этой биржи являются "Положение об информационных обязанностях эмитентов, ценные бумаги которых находятся в листинге на КФБ", "Положение о допуске ценных бумаг к обращению на КФБ", "Правила проведения электронных торгов" и ряд других. В частности, в Положении об информационных обязанностях содержатся нормы, касающиеся обязанностей эмитентов сообщать фондовой бирже о дате проведения ежегодных собраний, об осуществлении управления и аудиторских проверок эмитента, о направлении на КФБ ежегодных отчетов эмитентов о результатах хозяйственной и финансовой деятельности, о намерениях эмитента относительно изменений уставного фонда. Кроме того, ряд норм устанавливает особенности информационных обязательств инвестиционных фондов и эмитентов облигаций (34).

В Украине аналогичные вышеупомянутым функции выполняет Украинская фондовая биржа. Наиболее важным из всех нормативных актов, принятых УФБ, являются "Правила Украинской фондовой биржи". Указанный документ консолидирует в себе нормы и процедуры, регулирующие наиболее важные аспекты биржевой торговли ценными бумагами. До 1994 года на УФБ действовали "Временные правила допуска ценных бумаг и изъятия их из обращения и котируются на Украинской фондовой бирже", а в 1994 году были приняты "Правила Украинской фондовой биржи". Положения данного нормативного документа затрагивают такие аспекты деятельности биржи, как принципы профессиональной этики, виды и стоимость биржевых услуг, статус и порядок деятельности брокерских контор, открываемых на бирже, обязанности указанных контор относительно открытия и ведения счетов клиентов, порядок допуска и режим котируются ценных бумаг, порядок оформления и выполнения биржевых заказов, осуществление надзора за концентрацией существенных и контрольных пакетов акций и ряд других (35).

Необходимо отметить, что, в общем и целом, Правила УФБ учитывают рациональные аспекты зарубежного опыта регулирования развитых рынков ценных бумаг. Одним из примеров институционального регулирования внебиржевых рынков ценных бумаг является регулирование, осуществляемое Японской ассоциацией дилеров по ценным бумагам. О важности и весомом значении данного института на рынке ценных бумаг свидетельствует, в частности тот факт, что согласно законодательству Японии участие дилеров в указанной ассоциации является добровольным, однако практически все дилерские организации, торгующие ценными бумагами и зарегистрированные в качестве таковых в министерстве финансов Японии, состоят в ней (36).

Руководит деятельностью Ассоциации Совет директоров. В структурном отношении данный институт-регулятор состоит из пяти постоянных комитетов, которые отвечают соответственно за решение общих вопросов, контроль делового поведения, разработку политики, решение казначейских вопросов и обучения дилеров. Совет директоров может образовывать специальные комитеты для решения отдельных конкретных проблем. Советом директоров могут также образовываться подкомитеты при вышеуказанных постоянных комитетах. Ассоциация дилеров с ценными бумагами также имеет 10 региональных представительств и филиалов.

Основными нормативными документами Ассоциации являются Устав и Правила осуществления внебиржевой торговли. Последние состоят из двух частей: положений, которые регулируют внебиржевую торговлю акциями, и положений, регулирующих внебиржевую торговлю облигациями.

Согласно Правилам, дилерам запрещается торговать акциями на внебиржевом рынке, если они находятся в обращении на одной или нескольких фондовых биржах. Данная норма резко отличается от соответствующих норм Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам США, которые разрешают такую торговлю.

Однако на японском внебиржевом рынке акций существуют и исключения. Например, в отдельных случаях дилер может продать или купить акции, которые котируются на фондовой бирже, но он должен заблаговременно уведомить об этом данную фондовую биржу и осуществить сделку по правилам, установленным для биржевой торговли (37).

Наибольшую часть внебиржевого рынка Японии составляют сделки с облигациями, и в этом он очень похож на американский.

В ряде инструктивных документов Ассоциация также устанавливает квалификационные требования к дилерам-организациями и работающим в них служащим, определяет размеры финансовых средств, которыми должны обладать дилерские организации, а также порядок проведения инспекционных проверок финансового состояния последних.

Основными целями Ассоциации являются: обеспечение соблюдения дилерами правил и процедур Ассоциации; обеспечение порядка на внебиржевом рынке ценных бумаг; осуществление мероприятий, направленных на усиление доверия со стороны

общественности к внебиржевому рынку и дилерам, работающим на нем; установление однообразных для всей территории страны стандартов совершения сделок с ценными бумагами на внебиржевом рынке; сглаживание разногласий, возникающих между дилерами в процессе их взаимодействия; проведение инспекторских проверок; представление интересов дилеров перед государственными органами и другими саморегулируемыми организациями (38).

### **Специальные государственные органы регулирования рынков ценных бумаг**

Под специальными государственными органами регулирования рынков ценных бумаг обычно понимаются органы исполнительной власти, которые обеспечивают выполнение соответствующих законодательных актов, осуществляют регулирование рыночных отношений с ценными бумагами, контролируют поведение индивидуальных и институциональных участников на рынке, а также осуществляют меры, направленные на защиту интересов инвесторов и публичных интересов. Обобщенно такие государственные органы называются **комиссиями по ценным бумагам**.

Регулятивная деятельность комиссий отличается от регулятивной деятельности других государственных органов тем, что они осуществляют регулирование рынка ценных бумаг непосредственно, то есть не делегируя полномочий другим государственным органам, контролируют состояние рыночных отношений на постоянной основе, за упорядочение других сфер экономики не отвечают.

Практически в каждой стране, где существуют рынки ценных бумаг, имеются специальные государственные органы, отвечающие за регулирование упомянутых рынков. Они называются по разному: например, в США - Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам, во Франции - Комиссия по биржевым операциям, в Польше - Комиссия по ценным бумагам, в Дании - Отдел по финансовому контролю, в Германии - Департамент по надзору за фондовой биржей, в Японии - Бюро по ценным бумагам Министерства Финансов и так далее (39).

Несмотря на различия в официальном названии, указанные государственные органы выполняют похожие функции.

В разных странах комиссии по ценным бумагам обладают разными юридическими статусами. Иногда они представляют собой самостоятельный орган исполнительной власти (США, Великобритания), в других случаях они являются структурными подразделениями различных министерств (например, в Японии - Бюро по ценным бумагам является подразделением министерства финансов, в Дании - Отдел по финансовому контролю входит в структуру министерства промышленности и так далее). Юридический статус комиссий по ценным бумагам обычно определяется законами.

Как правило, комиссии являются коллегиальными органами. Употребляя термин "комиссия по ценным бумагам", необходимо помнить, что при этом подразумевается как собственно комиссия, то есть орган, уполномоченный принимать нормативно-правовые решения, так и аппарат служащих, которые обеспечивают деятельность указанного органа. Поэтому здесь термином "комиссия" будет называться соответствующий орган исполнительной власти, а не вспомогательный персонал.

Количественный состав комиссий может быть фиксированным, а может быть переменным. В первом случае подразумевается, что число членов комиссии является постоянным (например, во Франции и Польше - 9 человек, (40), США - 5 человек (41)), во втором - что оно может колебаться в определенных пределах (в частности, в Австралии от 3 до 8 человек (42), в Канаде (Онтарио) - от 9 до 11 человек (43)).

Существуют также различия, касающиеся порядка формирования комиссий. В ряде случаев состав участников комиссии формируется на основе принципа представительства, то есть каждый член комиссии представляет какой-то конкретный государственный орган либо саморегулируемую организацию; в других - члены комиссии назначаются по принципу

соответствия заданным критериям. В частности, во Франции и комиссию по биржевым операциям входят, кроме председателя комиссии, представители апелляционного, кассационного и административного судов, совета фондовых бирж, Совета фьючерского рынка, Банка Франции. В Польше в аналогичную комиссию входят по должности представитель Министра финансов, Министра преобразования государственной собственности, Президента национального банка, Президента антимонопольного комитета, брокерской ассоциации и фондовой биржи (44). В Австралии и Канаде (Онтарио) членами комиссии по ценным бумагам могут назначаться лица, которые имеют соответствующую квалификацию в области экономики, права, бухгалтерского учета и так далее (45).

Основными функциями комиссии являются следующие: регистрации выпусков ценных бумаг, а также проспектов о выпусках в тех случаях, когда ценные бумаги предназначаются для открытой продажи; сбор, обработка и регистрация отчетов о хозяйственной деятельности и финансовом положении эмитентов, ценные бумаги которых находятся в свободном обращении; проверка сведений, сообщаемых эмитентами в проспектах и отчетах; осуществление контроля за сообщениями эмитентов в проспектах и отчетах; осуществление контроля за сообщениями эмитентами материально значимой информации, соблюдением инсайдерского законодательства, биржевой и внебиржевой торговлей ценными бумагами; осуществление надзора за концентрацией контрольных и существенных пакетов акций в собственности инвесторов; осуществление допуска и контроля за обращением иностранных ценных бумаг на территории данной страны, если они выпускаются в свободное обращение; выдача разрешений на осуществление посреднической деятельности; регистрация фондовых бирж и других саморегулируемых организаций, действующих на рынке ценных бумаг; проведение расследований по отдельным случаям нарушения законодательства о рынке ценных бумаг; распространение информации, которая может быть полезна участникам рынка ценных бумаг, если при этом не нарушается чья-либо коммерческая тайна; осуществление контроля за состоянием и показателями деятельности акционерных эмитентов и ряд других.

О важности функций, выполняемых комиссиями по ценным бумагам, свидетельствует, в частности, тот факт, что в 1984 году была образована Международная организация комиссий по ценным бумагам (46), участниками которой в настоящее время являются около 100 стран (47). Более подробно об этой организации речь будет идти в главе 4.

## **♦ ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ УЧАСТНИКИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ**

Инфраструктурные участники рынка ценных бумаг являются такими участниками, которые выполняют какие-то отдельные и важные, но вспомогательные по своему характеру функции на указанном рынке. В процессе рыночного взаимодействия с ценными бумагами всегда существует потребность в выполнении тех или иных вспомогательных функций. Например, после заключения сделки между посредниками возникает необходимость в том, чтобы были произведены расчет и поставка ценных бумаг, внесены изменения в регистрационные книги эмитентов, ценные бумаги были переданы на хранение и так далее. Участникам рынка нужна информация относительно видов ценных бумаг, которые находятся в обращении, цен на них за предыдущие периоды либо аналитические обзоры состояния рынка. Нередко у инвесторов возникает необходимость в том, чтобы вкладывать средства и распоряжаться ценными бумагами не самостоятельно, а при помощи, скажем, доверительных обществ и так далее.

Вспомогательных функций на рынке ценных бумаг существует множество. В ряде случаев они могут выполняться в определенной совокупности, в других - более эффективные результаты дает специализация, то есть когда какой-нибудь институт специализируется на выполнении определенной функции. Инфраструктурная специализация позволяет предоставлять необходимые рынку услуги более высокого качества и на постоянной основе.

Она является выгодной еще и потому, что экономит покупателям таких услуг время, и в конечном итоге, также и деньги. Ниже будут рассмотрены некоторые из наиболее важных инфраструктурных функций, что даст возможность получить, с одной стороны, более полное представление о рынке ценных бумаг, с другой - достаточное представление о том, что они собой представляют.

### **Депозитарии ценных бумаг (depositories; custodians)**

Под депозитариями ценных бумаг обычно понимаются инфраструктурные институты, специализирующиеся, главным образом, на выполнении функций хранения ценных бумаг. Термин "хранение" имеет одинаковое значение как для тех случаев, когда речь идет о материальных ценных бумагах, так и для тех, когда говорят о дематериализованных ценных бумагах. В первом контексте подразумевается физическое сохранение ценных бумаг, как бумажных документов; во втором - сохранение ценных бумаг в компьютерных файлах.

Депозитарные институты должны обладать соответствующими средствами, необходимыми для выполнения данной функции.

Тем институтам, которые отвечают за сохранность бумажных ценных бумаг, очевидно, необходимо иметь соответствующие помещения, в которых могли бы находиться и храниться указанные ценные бумаги. Эти помещения должны содержаться таким образом, чтобы физическое состояние ценных бумаг не ухудшалось и чтобы их невозможно было похитить. Институты-депозитарии, отвечающие за хранение электронных ценных бумаг, очевидно, должны обладать соответствующими техническими средствами и программным обеспечением. Компьютерные средства должны снова-таки удовлетворять требованиям безопасности ведения счетов, исключать возможность несанкционированного вхождения в систему и так далее.

В настоящее время ведется множество споров относительно того, какой способ хранения является лучшим - электронный или материально-физический. Не вдаваясь во все "за" и "против" каждого предлагаемого решения, необходимо отметить следующее. Проблема формы ценных бумаг является, кроме прочего, социально-психологической, и ее легче решать, когда атмосфера, существующая на рынке ценных бумаг, характеризуется значительной мерой взаимного доверия, с другой стороны, она является проблемой наличия в достаточном количестве развитых технических средств и надежных программ.

На большинстве зарубежных развитых рынков сложилась и существует устойчивая тенденция постепенного вытеснения "бумажных" ценных бумаг "электронными". Например, практически повсеместно государственные облигации большей частью выпускаются в безбумажном виде, а они представляют собой значительную долю рынка ценных бумаг. Вместе с тем, это не означает, что бумажные ценные бумаги полностью исчезли из обращения. Существуют, конечно, исключения. В частности, датский рынок ценных бумаг является полностью дематериализованным (в 1984 году был дематериализован облигационный рынок, в 1988 году – рынки остальных видов ценных бумаг (48), в 1989 году режим электронного обращения и хранения был также распространен на ценные бумаги, деноминированные в иностранной валюте (49).

Депозитарные институты на рынке ценных бумаг иногда подразделяют на институты-хранители (custodians) и институты-депозитарии (depositories). В первом случае имеют ввиду депозитарные институты, работающие, главным образом, с бумажными ценными бумагами и выполняющие в основном функцию обеспечения сохранности указанных ценных бумаг. Во втором подразумевают депозитарные институты, которые работают в основном с электронными ценными бумагами и выполняют наряду с функцией хранения ценных бумаг также клиринговые функции. Однако такое деление иногда бывает и чисто условным.

В качестве депозитарных участников рынка ценных бумаг могут выступать любые институты, способные выполнять депозитарную функцию. В тех случаях, когда согласно национальному законодательству данный вид предпринимательской деятельности является лицензионным, институты, желающие предоставлять депозитарные услуги, должны

получить соответствующую государственную лицензию (50).

Функции депозитарных институтов довольно часто выполняют коммерческие банки. В ряде стран, например, Германии, существует один специализированный сводный банк - хранилище ценных бумаг; все остальные банки, выступающие посредниками на рынке ценных бумаг, имеют в нем свои счета и ведут там счета инвесторов (51). Однако не только банковские учреждения могут быть депозитарными институтами. В США и Японии существуют депозитарные корпорации, то есть компании, специализирующиеся на оказании депозитарных услуг, в Дании центральный депозитарий существует в виде "частного, независимого, неприбыльного учреждения (private, independent, non-profit entity)" (52).

Депозитарные институты обычно существуют как элементы более общей депозитарной системы. Некоторые из них могут специализироваться на обслуживании обращения каких-то одних видов ценных бумаг, например, государственных облигаций, либо акций, либо коммерческих бумаг, либо инвестиционных сертификатов. Другие - обслуживают конкретных участников рынка ценных бумаг. Например, только фондовые биржи, либо определенных эмитентов из числа акционерных обществ или инвестиционных фондов и инвестиционных компаний. Иногда предоставляются смешанные услуги, то есть услугами данного депозитария могут воспользоваться любые инвесторы.

Депозитарные институты, как правило, являются взаимосвязанными друг с другом, что позволяет осуществлять перемещение и хранение ценных, бумаг в процессе рыночного взаимодействия от одних участников к другим.

### **Клирингово-расчетные учреждения**

Под клирингово-расчетными учреждениями (clearing and settlement agencies) обычно понимаются инфраструктурные институты, специализирующиеся на выполнении таких функций, как осуществление условий сделок купли-продажи ценных бумаг, проведение проверки наличия на счетах участников денежных средств и ценных бумаг, осуществление поставки ценных бумаг с одних счетов на другие, сообщение информации институтам, которые ведут книги регистрации именных ценных бумаг и ряд других.

Клирингово-расчетные функции, таким образом, связаны с депозитарными. Во многих случаях депозитарные институты выполняют также указанные выше клирингово-расчетные функции. Однако имеется также немало случаев, когда они осуществляются как относительно самостоятельные от депозитарных.

Клирингово-расчетные учреждения выполняют довольно сложный комплекс функций. Клиринговую (clearing) часть данного комплекса обычно представляют функции сверки условий сделки купли-продажи, указанных в документах посредников; проверки наличия на счету продавца ценных бумаг, а на счету покупателя — денежных средств; при совпадении данных продавца и покупателя относительно вида, количества и цены продажи/покупки ценных бумаг - подтверждение сделки; а также сообщение информации сторонам по сделке о ее подтверждении.

К числу расчетных функций обычно относят: произведение на основе вышеуказанной информации в расчетный день (settlement day) списания денежных средств со счета покупателя и занесение их на счет продавца, произведение самостоятельно (если депозитарий выполняет клиринговые и расчетные функции) поставки ценных бумаг со счета продавца на счет покупателя, направление выписок со счетов и другие.

Клиринг (clearance) обычно производится сразу после совершения сделки, когда обе стороны сообщили в клиринговое учреждение либо клиринговый отдел фондовой биржи о заключении ими сделки купли-продажи ценных бумаг определенного эмитента. Такое сообщение может быть сделано либо путем предоставления соответствующих документов (контракта), либо путем передачи информации в компьютерном режиме. В первом случае соответствующие учреждения выполняют клиринговые функции, во втором - они могут выполняться самим компьютером. При направлении сообщений о сделке обязательно указывается дата, в которую должен быть произведен расчет (settlement day).

В международной терминологии различают день совершения сделки "Т", и день ее исполнения (Т + ...). Если сделка совершена на условиях "Т + 3" или "Т + 5", то это означает, что она должна быть исполнена соответственно на 3-й или 5-й день после дня ее заключения (53).

В день расчета поставка ценных бумаг осуществляется против платежа (delivery against payment), то есть поставка ценных бумаг оплата их стоимости совершаются в один и тот же день. Собственно эти действия и являются расчетом между сторонами: продавец обязан выполнить свои обязанности, покупатель - свои.

Термин "поставка против платежа" также означает, что сначала должен быть произведен платеж, а затем поставка ценных бумаг, хотя оба действия совершаются в рамках одного и того же дня.

В более полном виде схема осуществления клирингово-расчетных функций может быть рассмотрена на примере деятельности Датского центрального депозитария.

Предположим, существует два брокера, действующие на рынке ценных бумаг Дании, согласно законодательству, они являются участниками депозитария, который представляет собой также клиринговый центр. Как участники, они должны иметь в депозитарии свои собственные счета, а также вести счета своих клиентов, если те желают хранить свои ценные бумаги на отдельных счетах. В процессе биржевой торговли брокеры по заказам инвесторов заключают сделку. О деталях сделки брокер-продавец и брокер-покупатель сообщают в центральный депозитарий. Клиринговая деятельность выполняется в этот же или на следующий день после заключения сделки при условии, что обе стороны сообщили о ней в день ее заключения. В процессе клиринга депозитарий (действующий как клиринговый центр) сверяет сведения о сделке, сообщенные брокерами и проверяет наличие ценных бумаг на счете брокера-продавца либо на счете его клиента.

В случае совпадения сведений клиринговый центр (депозитарий) фиксирует и подтверждает сделку; в случае расхождения - сделка не фиксируется, о чем клиринговый центр сообщает заинтересованным брокерам. Брокеры должны согласовать условия, если они хотят, чтобы сделка была подтверждена в клиринговом центре. При этом виновная сторона, то есть та, которая сообщила неправильные сведения и вследствие чего сделка не была утверждена, платит штраф клиринговому центру. После согласования условий каждый из брокеров снова должен направить информацию о сделке и снова она сверяется в клиринговом центре.

Сделка утверждается упомянутым центром лишь в том случае, если сведения брокеров совпали, на счету брокера-продавца имеются указанные в сведениях ценные бумаги в необходимом количестве и если нет каких-либо ограничений на распоряжение ценными бумагами (например, они не являются предметом залога) (54). В противном случае сделка не утверждается.

Клиринговый центр обычно не знает, имеются ли деньги на счету брокера-покупателя в расчетном учреждении. Однако он знает, что все брокеры, которые являются членами депозитария (и тем самым клирингового центра), имеют счета в Центральном банке Дании, который выполняет функцию расчетного центра.

После утверждения сделки клиринговый центр сообщает о ней в электронном режиме в расчетный центр, то есть в Центральный банк. Даже если на счету брокера-покупателя нет денег, то за день до исполнения сделки (период исполнения в Дании Т + 3), Центральный банк по получению уведомления из клирингового центра (депозитария), открывает брокеру-покупателю кредитную линию. По наступлению Т + 3 этот же банк в первой половине дня перечисляет деньги со счета брокера-покупателя на счет брокера-продавца и извещает об этом в электронном режиме депозитарий. Во второй половине дня, получив извещение из Центрального банка об оплате стоимости ценных бумаг, депозитарий перечисляет указанные ценные бумаги со счета брокера-продавца на счет брокера-покупателя или на счет инвестора, если таковой имеется. Аналогично этому полученные по сделке деньги переводятся со счета брокера-покупателя на счет инвестора, который может находиться в другом банке.

В некоторых странах клирингово-расчетные функции могут выполняться банками либо небанковскими институтами. При этом могут иметь место различия в процедурах совершения клиринга и расчетов. Например, в Великобритании после проведения клиринга, клиринговый центр по системе Талисман сообщает регистратору о совершении сделки. Регистратор вносит изменения в книгу регистрации ценных бумаг, которая ведется им в интересах эмитента, если его ценные бумаги являются именными. Указанные ценные бумаги списываются с имени клиента на имя трастовой компании "Сипон" (Serpon Co.), созданной специально при фондовой бирже для того, чтобы временно хранить ценные бумаги, по которым на бирже были заключены сделки. Несмотря на изменение в книге регистрации ценных бумаг, клиент продолжает оставаться собственником этих бумаг до момента, когда на его счет поступят деньги за проданные ценные бумаги. После этого указанные ценные бумаги из компании "Сипон" пересылаются в депозитарий, который обслуживает нового собственника (55).

Несмотря на некоторые национальные особенности в процедурах клиринга и расчета принципиальная схема осуществления указанных инфраструктурных функций является аналогичной во многих странах.

Рассматривая клирингово-расчетные и депозитарные функции, необходимо иметь в виду, что на практике эта деятельность является более сложной по сравнению с тем, как она выглядит в рамках принципиальной схемы. В 1989 году группа 30 подготовила отчет, содержащий предложения об усовершенствовании клирингово-расчетной и депозитарной деятельности. Увеличение объемов торговли ценными бумагами во всех странах в 1980-е годы привело к возникновению множества проблем в деятельности этих инфраструктурных институтов. Во многих странах клиринговые и расчетные учреждения оказались неэффективными, медленно действующими, дорогостоящими и достаточно рискованными системами. Многочисленные конференции, проводимые с целью поиска взаимоприемлемых решений, внесли и продолжают вносить лепту в улучшение этой части рыночного взаимодействия (56).

### **Трастовые институты**

Под трастовыми институтами (trust institutions) обычно понимают инфраструктурные институты, основная функция которых на рынке ценных бумаг заключается в доверительном управлении, главным образом, денежными средствами и ценными бумагами, находящимися в собственности различных институтов и индивидов. В большинстве случаев трастовые институты оказывают свои услуги инвесторам, которые в силу различных причин — отсутствие времени, знаний, навыков либо иных — не желают принимать непосредственное участие в рыночном взаимодействии с ценными бумагами. Индивиды и институты, поручающие управлять своими денежными средствами и ценными бумагами, сохраняют за собой статус инвесторов, а трастовые институты помогают им осуществлять инвесторскую функцию.

Сторонами трастовых отношений обычно являются доверители (tustors), трастовые институты (trastees), и лица, в пользу которых осуществляются доверительные функции (beneficiaries).

Доверителями признаются те лица (институты), которые поручают, доверяют и предоставляют денежные средства и ценные бумаги трастовым институтам для управления. Указанные институты осуществляют трастовую деятельность на рынке ценных бумаг в пользу бенефициариев. Бенефициарии представляют собой индивидов или институты, которым принадлежат доходы от трастовой деятельности. Для установления трастовых отношений доверитель и трастовый институт заключают трастовый договор, в котором определяются права и обязанности сторон, указывается бенефициарий, размер оплаты трастовых услуг и так далее.

Трастовые институты обязаны действовать на рынке ценных бумаг в лучших интересах (in best interests) бенефициариев.

В ряде случаев трастовые отношения могут осуществляться в пользу самих доверителей, то есть понятия бенефициария и доверителя могут совпадать.

Разновидностью трастовых институтов являются инвестиционные трасты, о которых шла речь ранее. В обоих случаях в основе взаимоотношений лежат трастовые отношения. Вместе с тем, различие между инвестиционными трастами и трастовыми институтами, как инфраструктурными участниками рынка ценных бумаг, заключается в следующем. Первые обычно формируют и управляют определенным портфелем ценных бумаг, то есть портфелем, в отношении которого волеизъявление доверителя является известным, и они действуют как бы "на данный случай". Вторые же обычно имеют большую свободу действия, доверители часто не оговаривают, какие ценные бумаги следует приобретать либо продавать: они поручают управление денежными средствами и ценными бумагами вообще. То есть трастовые инфраструктурные институты в большинстве случаев самостоятельно определяют целесообразность приобретения тех или иных ценных бумаг либо их продажи, выбора времени, когда это следует делать и так далее. Они обычно являются связанными одним важным условием: в течение определенного времени управлять доверенными им денежными средствами и ценными бумагами в наилучших интересах бенефициария.

Условием трастового договора может быть оговорена обязанность трастового института периодически отчитываться перед бенефициарием и доверителем о совершаемых этим институтом действиях и полученных результатах.

Трастовые институты могут выполнять важную роль при проведении приватизации в странах, которые переходят от централизованно-планового управления экономикой к смешанному. Например, в Украине трастовые институты оказывают инвесторам-индивидам услуга по обмену приватизационных ценных бумаг на акции, паи и другие документы приватизируемых предприятий.

### **Агенты по трансферту и регистраторы**

Под агентами по трансферту обычно понимаются инфраструктурные институты, которые, в основном, выполняют функции "наблюдения" за процессами перехода права собственности на выпущенные ценные бумаги. Термин "агент по трансферту" (transfer agent) широко применяется на рынке ценных бумаг США. Несмотря на это аналогичные функции обычно выполняются и на других развитых рынках.

Основными потребителями услуг агентов по трансферту являются эмитенты, которые выпускают именные ценные бумаги, а также инвесторы, которые их приобретают и продают.

Выполнение такого рода функций в основном сводится к следующему. При выпуске именных ценных бумаг агенты по трансферту могут ставить свою подпись на бланках ценных бумаг. В процессе обращения данные бумаги переходят из собственности одних инвесторов в собственность других. Все изменения в праве собственности агент по трансферту отражает в книге регистрации именных ценных бумаг. В случаях, когда происходит обмен одних ценных бумаг на другие, агент по трансферту осуществляет учет прав собственности, которые возникают у инвесторов на новые ценные бумаги. Наконец, когда ценные бумаги были первоначально выпущены как именные и бумажные, а впоследствии было принято решение об изменении их формы на бессертификатную, агент по трансферту передает электронному депозитарию книгу регистрации прав собственности на эти ценные бумаги (57). Агент по трансферту следит также за тем, чтобы одна и та же ценная бумага не числилась как собственность разных инвесторов.

Термин "регистраторы" (registrars) также широко используется на рынке ценных бумаг США. Под регистраторами обычно подразумеваются инфраструктурные институты, которые наблюдают за тем, чтобы в обращении находилось постоянное количество ценных бумаг, выпущенных конкретным эмитентом, чтобы при переходе прав собственности от одних инвесторов к другим старые ценные бумаги изымались, а новые выдавались и при этом чтобы количество изъятых ценных бумаг соответствовало количеству вновь выданных.

С другой стороны, регистраторы, как правило, осуществляют контроль за тем, чтобы

эмитенты не выпускали в обращение большего количества ценных бумаг, чем то, которое указано в регистрационных документах. Особенно это касается случаев "сезонных" выпусков акций.

Инфраструктурные функции агентов по трансферту и регистраторов часто выполняются банками, но они также могут выполняться и другим институтами, которые специализируются на предоставлении такого рода услуг.

### **Продавцы рыночной информации**

Термин "продавцы рыночной информации" (information vendors) обычно используется для обозначения той категории инфраструктурных институтов, которые специализируются на предоставлении услуг по обработке и распространению рыночной информации о видах ценных бумаг, находящихся в обращении, текущих курсах и так далее, а также составлению аналитических обзоров событий и тенденций на рынке ценных бумаг, отчетов эмитентов и тому подобное.

В общем и целом данную категорию инфраструктурных участников представляют два типа институтов: те, которые специализируются на предоставлении текущей информации о рынке ценных бумаг, и те, которые продают на указанном рынке аналитическую информацию. Однако бывают случаи, когда такое деление является условным.

**К первому** типу продавцов рыночной информации относятся информационные компании, которые постоянно в электронном режиме сообщают о текущих ценах на ценные бумаги, котирующиеся на фондовых биржах и на внебиржевых рынках. Как правило, пользователи данной информации должны быть абонентами электронной системы, обслуживаемой продавцом информации. Условия абонентного обслуживания могут быть самыми различными. Например, абонент просто может получать информацию (о ценах на котируемые ценные бумаги) на локальный дисплей. В других случаях он может получать на свой дисплей информацию не только о ценах, но и посредниках, которые торгуют данными ценными бумагами, без права вхождения в компьютерную систему. Абонентам может также предоставляться право ввода в систему своих данных и так далее (58).

Объем информационных услуг влияет на возможности их пользователей. Например, в первом случае абоненты имеют возможность отслеживать динамику курсов на ценные бумаги, не вмешиваясь в торги и не принимая решения о приобретении. Во втором - они имеют возможность участвовать в торгах, связываясь с посредниками по телефону. Наконец, в третьем - абонент имеет возможность вводить свои данные в систему и тем самым сообщать о своих возможностях продать какие-то ценные бумаги.

Информационная электронная индустрия на рынке ценных бумаг подразделяется на оптовую и розничную. Оптовые продавцы, такие как Рейтер, Телекурс и другие, продают информацию более мелким информационным продавцам, которые в свою очередь могут продавать ее пользователям. Одновременно указанные выше оптовые продавцы могут поставлять информацию крупным инвесторам и посредникам. Такие системы обычно функционируют не в одной, а во многих странах. Они закупают информацию у фондовых бирж, на внебиржевых рынках, вводят ее в компьютерную систему и распространяют для своих абонентов по электронным (в том числе спутниковым) каналам. Продажа информации о результатах торгов, о котировочных ценах и так далее является выгодной, поскольку за это продавцы информации платят деньги. В связи с тем, что крупные информационные компании имеют широкую сеть представительств, способны аккумулировать и распространять такую информацию о состоянии различных рынков ценных бумаг, они рассматриваются биржами и организованными внебиржевыми системами торговли ценными бумагами в качестве конкурентов.

**Второй тип** продавцов информации образуют всевозможные институты, специализирующиеся на сборе, систематизации, обработке, распространении результата анализа рыночной информации. В большинстве случаев такие институты продают на рынке ценных бумаг продукцию в виде аналитических обзоров состояния рынков отдельных видов

ценных бумаг, а также результатов исследований годовых и промежуточных отчетов о деятельности и финансовом состоянии эмитентов. Продавцы рыночной информации данного типа также выпускают свою продукцию в виде справочной литературы, публикуют материалы, содержащие прогнозы относительно перспектив тех или иных ценных бумаг и тому подобное.

К данной категории инфраструктурных участников также относятся рейтинговые информационные компании типа "Мудиз корпорейшн" (Moody's Co.) и "Стандарт энд Пуэрс корпорейшн" (Standard and Poor's Co.). Упомянутые выше компании представляют самую разнообразную информационную продукцию. Например, Мудиз издает "Ежеквартальное справочное пособие об акциях" (Moody's Handbook of Common Stock), в котором содержатся сведения об акциях 950 эмитентов США, по которым наиболее активно заключаются сделки на рынке, дивидендах по этим акциям, доходах на одну акцию, показателях хозяйственной деятельности; "Ежеквартальное справочное пособие о внебиржевых акциях", (Moody's Handbook of OTC stock), содержащее сведения о хозяйственном и финансовом положении эмитентов, акции которых наиболее активно обращаются в системе внебиржевой торговли - НАСДАК; "Справочник дивидендов" (Moody's Dividend Record and Annual Divident Record), в котором помещена информация о дивидендах, выплачиваемых по 13000 акций. Указанная информация обновляется два раза в неделю (59).

Не менее известной является информационная продукция корпорации "Стандарт энд Пуэрз". Например, "Справочник корпораций" (Standard and Poor's Corporation Records), в 6 томах, содержит подробные сведения о показателях хозяйственной деятельности и финансового состояния 8200 акционерных обществ США, о выпущенных акциях, дивидендах по ним, месте нахождения, наличии дочерних предприятий и так далее;

"Справочник корпораций и должностных лиц" (Standard and Poor's Register of Corporations, Directors and Executives) издается ежегодно в трех томах, с приложением, выпускаемым соответственно в апреле, июле и октябре. В первом томе содержится информация, касающаяся 45000 наиболее известных корпораций, акции которых котируются на Нью-Йоркской, Американской и других фондовых биржах, включая региональные, а также на внебиржевом рынке; второй том содержит сведения о 75000 высших должностных лицах, возглавляющих указанные корпорации; в третьем томе помещены данные о месте расположения головных офисов упомянутых компаний, дочерних и материнских предприятиях, ассоциациях, в которые входят указанные компании и так далее (60).

### **Специальные гарантийные фонды**

Под специальными гарантийными фондами на рынке ценных бумаг обычно понимают такие инфраструктурные институты, основная функция которых заключается в том, чтобы гарантировать целостность рыночного взаимодействия с рыночными бумагами.

Указанные институты начали приобретать важное значение в условиях, когда усилилась тенденция интернационализации рынков ценных бумаг. Обычно такого рода фонды создаются в целях обеспечения выполнения обязательств посредниками, торгующими на фондовых биржах. В случаях, когда какой-либо брокер не может выполнить своих обязанностей по сделкам, инвесторы могут обращаться в указанные гарантийные фонды (их также еще называют специальными страховыми фондами) за получением соответствующих компенсаций и те удовлетворяют их требования.

В наиболее общем виде схему функционирования специальных гарантийных фондов можно проследить на примере Австралийского национального гарантийного фонда (61).

Согласно законодательству Австралии, средствами Национального гарантийного фонда может распоряжаться только Гарантийная корпорация Австралийской фондовой биржи, которая является дочерней компанией фондовой биржи.

Основными источниками поступлений в указанный фонд являются: деньги, перечисляемые фондовой биржей, в том числе из числа депозитных средств, которые обязаны вносить члены фондовой биржи, а также доходы от этих средств; сборы за сделки,

заключенные на фондовой бирже, которые биржа взимает с посредников; доходы, полученные от вложений средств гарантийного фонда; денежные суммы, полученные гарантийной корпорацией по страховым полисам; сборы за удовлетворение требований посредников-покупателей, которые взимаются гарантийной корпорацией при выдаче средств из гарантийного фонда в случаях, когда посредники-продавцы нарушают свои обязанности; любые другие средства, передаваемые в пользу гарантийного фонда на основаниях, не запрещенных законом.

Гарантийная корпорация устанавливает минимальный размер Национального гарантийного фонда. В случае, когда гарантийный фонд сформирован и его размеры удастся поддерживать на этом минимальном уровне, по решению корпорации сборы с посредников за совершенные сделки могут не взиматься; если же денежных средств, находящихся в распоряжении фонда, оказывается меньше установленного минимума, такие сборы снова могут быть установлены корпорацией с одобрения комиссии по ценным бумагам.

В отдельные периоды, когда денежные средства гарантийного фонда остаются невостребованными, их можно класть на депозит либо вкладывать в ценные бумаги.

Денежные средства из Национального гарантийного фонда выплачиваются только на цели, определенные законом. В частности, это касается выплат компенсаций инвесторам при неплатежеспособности посредников, торгующих ценными бумагами; оплаты расходов, связанных с проведением разбирательства и оплатой правовых услуг при расследовании случаев неплатежеспособности брокеров-дилеров; выплат страховых премий тем участникам рынка ценных бумаг, которые застрахованы гарантийной корпорацией; оплаты административных расходов по управлению гарантийным фондом и других случаев.

Выплата гарантий брокерам производится следующим образом. Если после заключения и подтверждения сделки брокер-продавец не может в день расчета выполнить свои обязанности перед брокером-покупателем то последний может обратиться в гарантийный фонд с требованием оплатить понесенные убытки. Если же после подтверждения сделки ее не может выполнить брокер-покупатель, то с аналогичным требованием в гарантийный фонд обращается брокер-продавец. Гарантийный фонд по каждому такому случаю начинает разбирательство и убедившись в неплатежеспособности одной стороны и правомерности требований другой - удовлетворяет требования.

В ряде случаев специальные гарантийные фонды могут не только выплачивать гарантии, но и предоставлять посредникам краткосрочные займы с тем, чтобы они могли выполнить свои обязательства по сделкам (62).

Основная задача Национального гарантийного фонда, таким образом, заключается в том, чтобы предотвратить возможность возникновения на рынке ценных бумаг цепных реакций неплатежеспособности в случаях, когда кто-то из посредников не может выполнить своих обязательств по сделкам.

Существование специальных гарантийных фондов способствует увеличению уверенности участников рынка ценных бумаг в рыночном взаимодействии, то есть они выполняют защитную функцию.

Рынок ценных бумаг представляет собой довольно сложную и разнообразную сферу. Коль скоро в сущности он представляет собой совокупность общественных отношений, то обязательными элементами этих отношений являются его участники. На рынке ценных бумаг участники выполняют различные функции. В зависимости от выполняемых функций система участников рынка ценных бумаг делится на две подсистемы: подсистему основных и подсистему инфраструктурных участников. Общее состояние системы зависит от состояния каждой из подсистем.

## ГЛАВА 4. ПЕРВИЧНЫЙ И ВТОРИЧНЫЙ РЫНКИ ЦЕННЫХ БУМАГ

Рыночное взаимодействие с ценными бумагами принято подразделять на взаимодействие в рамках выпуска ценных бумаг и на взаимодействие в рамках их обращения.

### ♦ ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК (PRIMARY MARKET)

Выпуск ценных бумаг (securities issue) представляет собой непосредственную либо опосредованную продажу ценных бумаг эмитентом и приобретение указанных бумаг инвесторами либо посредниками. В данном случае речь идет о сделках купли-продажи между эмитентом и инвесторами либо дилерами, которые совершаются впервые. Отношения, возникающие в процессе первичной продажи и приобретения ценных бумаг называются также их первичным рынком.

Таким образом, понятие "выпуск ценных бумаг" подразумевает выпуск их в продажу на первичном рынке. И наоборот, совершение сделок купли-продажи с ценными бумагами на первичном рынке подразумевает, что указанные сделки осуществляются в рамках выпуска ценных бумаг.

Полная или частичная продажа эмитентом ценных бумаг в определенных временных и количественных пределах означает завершение выпуска. Если в отведенное законодательством или учредительными документами время необходимая часть ценных бумаг осталась непроданной, то считается, что их выпуск не состоялся.

Независимо от того, какими будут результаты выпуска ценных бумаг, то есть состоится он или не состоится, данные результаты будут представлять собой следствие взаимодействия на первичном рынке.

Таким образом, первичные рынки ценных бумаг существуют как относительно непродолжительные рыночные отношения по поводу конкретных ценных бумаг, то есть они являются временными рынками. Вместе с тем, первичные рынки возникают всякий раз, когда выпускаются какие-либо новые ценные бумаги. И в этом смысле они существуют постоянно. Понятием "новые" ценные бумаги в данном контексте охватываются различные случаи: когда ценные бумаги одного и того же вида, например, акции, облигации либо депозитные сертификаты выпускаются различными эмитентами; когда ценные бумаги различных видов, например, акции и облигации, облигации и переводные вексели выпускаются одним и тем же эмитентом; а также когда ценные бумаги одного и того же вида, например, либо акции, либо облигации выпускаются одним и тем же эмитентом несколько раз. То есть в последнем случае эмитент делает несколько выпусков ценных бумаг одного и того же вида, и тогда говорят, например, об акциях либо облигациях эмитента "Х" первого, второго, третьего и так далее выпусков.

Содержание понятия "новые" ценные бумаги имеет некоторые особенности в случае выпуска акций. Отличительной чертой сделок купли-продажи акций, заключаемых на первичном рынке, является то, что все они совершаются эмитентами с целью формирования своих уставных фондов. Предположим, что эмитент "А" выпустил все разрешенные к выпуску акции и что все эти акции были приобретены инвесторами. В этом случае следует считать, что весь выпуск акций был реализован исключительно на первичном рынке. Впоследствии с целью увеличения уставного фонда эмитент "А" делает дополнительный выпуск акций. Понятие "новые" ценные бумаги в данном случае будет относиться только к акциям нового (второго) выпуска, и термин "первичный рынок" может быть употреблен только по отношению к указанным акциям.

Предположим также, что эмитент "В" осуществил выпуск не всех разрешенных к выпуску акций, и что выпущенные акции были реализованы на первичном рынке. По истечении времени, этот эмитент делает "сезонный" выпуск акций, то есть разрешенных, но ранее не выпускавшихся. Понятие "новые" ценные бумаги в данном случае будет относиться

только к дополнительно выпускаемой части акций, поскольку предыдущие были уже проданы. Таким образом, и термин "первичный рынок" может быть употреблен только по отношению к дополнительно выпущенным, а не всем акциям эмитента "В".

На первичном рынке эмитент может продавать ценные бумаги непосредственно или при помощи посредников. Существует множество причин, по которым эмитенты желают продавать выпускаемые акции самостоятельно: например, небольшие выпуски ценных бумаг, достаточная известность эмитента потенциальным инвесторам, стремление уменьшить затраты по выпуску, наличие положительной репутации и так далее. Однако существует не меньшее количество причин, по которым эмитенты могут желать обратного: например, неуверенность в том, что выпускаемые ценные бумаги удастся продать, недостаточная известность эмитента потенциальным инвесторам, стремление сэкономить время и усилия и так далее.

Понятие "первичный рынок" обычно относится к ценным бумагам, выпускаемым в свободное или ограниченно-свободное обращение. При закрытых выпусках ценных бумаг более часто говорят о "распределении" этих бумаг.

Выпуск ценных бумаг в открытое или ограниченно-открытое обращение может осуществляться путем подписки или непосредственной купли-продажи этих ценных бумаг. Подписка в сущности также представляет собой сделку купли-продажи, однако исполнение ее отсрочено во времени. То есть между продавцом ценных бумаг и покупателем заключается соглашение, которое обычно предусматривает, что оплата стоимости выпускаемых ценных бумаг будет производиться по частям в течение определенного периода времени.

Непосредственная купля-продажа ценных бумаг может производиться в результате переговоров, обмена письмами либо участия в аукционе. Например, первичный рынок краткосрочных государственных долговых ценных бумаг правительства США обычно имеет вид аукционных торгов (1).

Довольно часто наряду с термином "выпуск" употребляют также термин "разрешение" ценных бумаг. В ряде случаев этот термин имеет тоже значение, что и подписка; в других — им может охватываться и подписка, и непосредственная купля-продажа выпускаемых ценных бумаг.

## ♦ ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК (SECONDARY MARKET)

Дальнейшее движение выпущенных ценных бумаг, осуществляемое от одних инвесторов или дилеров к другим, называется их обращением. Взаимодействие, которое возникает в процессе обращения ценных бумаг, называется вторичным рынком.

Между первичным и вторичным рынками ценных бумаг имеется ряд различий. Например, предметом сделок купли-продажи на вторичном рынке являются ценные бумаги, которые были приобретены ранее в процессе выпуска. То есть на вторичном рынке совершаются последующие за первоначальными сделки купли-продажи. Доход от продажи ценных бумаг на вторичном рынке принадлежит не эмитенту, как это имеет место в случае с первичным рынком, а собственникам указанных бумаг (инвесторам либо дилерам), которые выступают на вторичном рынке в роли продавцов. Наконец, еще одно различие между ними заключается в том, что на вторичном рынке купля-продажа ценных бумаг не может осуществляться путем подписки.

Термин "вторичный рынок" обычно употребляется в отношении ценных бумаг, находящихся в свободном или ограниченно-свободном обращении. Как правило, он не применяется по отношению к ценным бумагам закрытых выпусков. Главная функция данного рынка состоит в том, чтобы постоянно создавать и сохранять возможность для потенциальных инвесторов - приобретения в собственность. Как правило, он не применяется по отношению к ценным бумагам закрытых выпусков, для собственников - отчуждения их путем продажи. Вторичный рынок складывается, в основном впоследствии активного

взаимодействия посредников с инвесторами и между собой. От состояния этого взаимодействия зависит состояние рынка ценных бумаг в целом. На вторичном рынке потенциальные инвесторы имеют возможность сделать выбор, относительно того, какие именно ценные бумаги целесообразно приобретать, и при помощи каких посредников лучше осуществить инвестирование в ценные бумаги. На указанном рынке инвестор также имеет возможность продать свои ценные бумаги в нужное ему время. Перечисленные элементы инвестиционной деятельности имеют важное значение для инвесторов, посредников, а также эмитентов.

Деление рынка ценных бумаг на две системы - "первичный" и "вторичный" - является наиболее распространенным. Однако иногда в зарубежной литературе можно встретить понятие "третичного" и "четвертичного" рынков (2). В сущности, данными терминами называются некоторые способы вторичной торговли ценными бумагами. Например, в США иногда говорят о третичном рынке в тех случаях, когда купля и продажа ценных бумаг, которые котируются на фондовой бирже, осуществляется на внебиржевом рынке, а четвертичным рынком называют непосредственную торговлю ценными бумагами, участниками которой в большинстве случаев являются институциональные инвесторы.

Какими бы ни были терминологические различия, следует признать, что вторичный рынок ценных бумаг всегда представляет собой сложную и разнообразную совокупность различных систем взаимодействия. То есть система вторичного рынка состоит из ряда подсистем, которые в сущности являются определенными системами торговли ценными бумагами. По отношению к последним, "вторичный рынок" является более широкой системой. Одновременно он является менее широкой системой по сравнению с рынком ценных бумаг.

К числу подсистем вторичного рынка, в частности, относятся биржевой и внебиржевой рынки ценных бумаг.

## ♦ ФОНДОВЫЕ БИРЖИ

Под биржевым рынком обычно понимают торговлю ценными бумагами, которая осуществляется на фондовых биржах (stock exchanges). Таким образом, понятия "биржевая торговля ценными бумагами", "торговля на фондовой бирже" или "биржевой рынок ценных бумаг" в данном контексте имеют одинаковое значение.

Фондовые биржи начали возникать несколько столетий тому назад. Например, одной из наиболее старых считается Амстердамская. Она возникла в 1602 году, и на ней в то время осуществлялась торговля акциями Голландской Восточно-Индийской компании. Лондонская фондовая биржа возникла в 17 веке, Нью-Йоркская в 1792 году (3).

В историческом плане содержание понятия "фондовая биржа" претерпело ряд изменений. Первоначально фондовыми биржами назывались специальные места, в которых собирались продавцы и покупатели ценных бумаг и совершались сделки купли-продажи. И для тех, и для других было удобным встречаться в определенном месте, зная о том, что там они смогут найти партнеров по сделке.

Впоследствии фондовые биржи постепенно стали превращаться в учреждения, расположенные в определенных местах и специализирующиеся на предоставлении услуг по организации и материальному обеспечению торговли ценными бумагами. Превращение указанных бирж в учреждения повлияло на способы заключения и совершения сделок купли-продажи. Определенность в пространстве была дополнена определенностью во времени, то есть торговля ценными бумагами начала проводиться в конкретные дни и часы. Постепенно стал более определенным также и порядок заключения биржевых сделок с ценными бумагами.

В дальнейшем более четко выделились также круг участников биржевой торговли и перечни ценных бумаг, по которым разрешалось заключать сделки на бирже.

Главными участниками биржевой торговли постепенно становились посредники -

брокеры и специалисты. Первые обеспечивали выполнение заказов инвесторов от имени и за счет последних, вторые - определяли состояние спроса и предложения на ценные бумаги и устанавливали их курсовую стоимость. Специалисты обычно работали также в качестве посредников между биржевыми брокерами. В основном они выполняли эту функцию как дилеры, то есть продавая и покупая ценные бумаги у биржевых брокеров за свой счет.

К эмитентам, которые желали, чтобы их ценные бумаги котиrowались на бирже, стали предъявлять более высокие требования в плане размеров уставных фондов, общего количества ценных бумаг, находящихся в свободном обращении, хозяйственной и финансовой состоятельности и солидности.

Таким образом, фондовые биржи из учреждений, обеспечивающих, главным образом, материально-техническое обслуживание торговли ценными бумагами постепенно превращались в учреждения, разрешающие проводить торги определенным посредникам и специалистам с определенными ценными бумагами в определенное время на основе определенных биржевых правил заключения и исполнения сделок. То есть одной из главных функций фондовых бирж постепенно становилась функция упорядочения процесса биржевой торговли ценными бумагами. Фондовые биржи, таким образом, стали превращаться в институты, регулирующие порядок допуска ценных бумаг к котировке на бирже, участию в торгах, заключению и исполнению сделок.

Выполнение указанной функции предполагало также установление более жесткого контроля за поведением участников биржевой торговли, а также хозяйственным и финансовым состоянием эмитентов. За биржами было закреплено право на истребование, в необходимых случаях, определенной информации, проверку последней, а также принятие решений относительно целесообразности дальнейшего участия либо котировки. Постепенно фондовые биржи превращались в институты-регуляторы, то есть учреждения, главными функциями которых стали функции упорядочения биржевой торговли ценными бумагами, контроля за поведением ее участников и эмитентов, а также гарантирование надежности биржевых торгов. Последнее означает, что ценные бумаги, которые котируются на бирже, являются в целом надежными, участники биржевых торгов - брокеры и специалисты - являются профессионалами своего дела, сделки на фондовой бирже заключаются добровольно и в интересах инвесторов. Все это содействовало росту имиджа фондовых бирж как барометров настроений на рынке ценных бумаг.

Широкомасштабная компьютеризация биржевой торговли и средств связи способствовали дальнейшему развитию содержания понятия "фондовые биржи". Постепенно начала утрачивать свою былую значимость определенность в пространстве. То есть фондовые биржи в меньшей мере продолжали оставаться "местом" проведения торговли с ценными бумагами. Развитие компьютерной биржевой торговли в ряде случаев уже не требовало физического присутствия посредников в помещении фондовой биржи. Одновременно брокерам было разрешено выполнять не только брокерские, но и дилерские функции. Сделки с ценными бумагами стали заключаться в режиме реального времени. В связи с этим фондовые биржи постепенно стали утрачивать "учрежденческий" характер и превращаться в определенным образом упорядоченные и основывающиеся на взаимном доверии и добровольности участия системы торговли ценными бумагами.

Таким образом, эволюционное развитие фондовых бирж из "мест" торговли в "учреждения", постепенно вступило в новую (современную) фазу - превращение указанных бирж из "учреждений" в сложные организационно оформленные и широко использующие компьютерные средства "системы" торговли ценными бумагами.

Существует по меньшей мере пять важных доказательств того, что данный процесс является реальным: во-первых, в ряде случаев, например, на Копенгагенской и Парижской фондовых биржах, участники торговли - брокеры, получили возможность заключать сделки с котируемыми на этих биржах ценными бумагами, находясь "вне операционных залов" (out of floor). То есть посредники заключают и исполняют сделки прямо со своего рабочего места, которое находится за пределами здания фондовой биржи (4).

Во-вторых, постепенно начали изменяться способы осуществления торговли ценными бумагами на фондовых биржах. Традиционные в былые годы аукционы "с голоса" стали дополняться электронными (компьютерными) торгами, а в некоторых случаях, снова-таки на Копенгагенской и Французской фондовых биржах, последний практически стал единственным (5).

В-третьих, ряд фондовых бирж начал осуществлять не одну, а несколько котировок ценных бумаг. Традиционно биржевая торговля отличалась тем, что на фондовых биржах проводилась только официальная котировка, и она была единственной. Весь остальной рынок ценных бумаг ориентировался на курсы, установленные в процессе официальной биржевой торговли, и множество повседневно принимаемых хозяйственных и финансовых решений основывались именно на этих показателях. Однако в последнее время некоторые фондовые биржи, например, Лондонская, Франкфуртская, Парижская стали применять несколько котировок, то есть были введены различные режимы допуска ценных бумаг к обращению. В основе деления лежит оценка качества, надежности и перспективности ценных бумаг.

В-четвертых, на современном этапе развития биржевой торговли резко увеличилось значение информационных факторов. Наличие равных возможностей и доступа участников биржевой торговли - брокеров к информации о текущих курсах и заключении сделок с ценными бумагами стало необходимым условием существования самой системы биржевой торговли. Особенно это имеет большое значение для тех фондовых бирж, на которых торги осуществляются в электронном режиме.

В-пятых, по сравнению с предыдущими периодами развития торговли на фондовых биржах в настоящее время намного большее значение приобрели моральные факторы. В былые времена к поведению биржевых брокеров предъявлялись достаточно высокие требования, в смысле порядочности и добросовестности. Способность их удовлетворять этим требованиям влияла на доверие инвесторов к биржевой торговле. Однако на нынешнем этапе развития фондовых бирж добросовестность брокеров стала неотъемлемым условием существования системы биржевой торговли вообще. Брокеры теперь получили возможность заключать сделки в компьютерном режиме, практически не видя друг друга и в лучшем случае связавшись друг с другом по телефону. В таких условиях добросовестность превращается в неотъемлемый элемент их взаимодействия между собой.

### **Общая характеристика некоторых фондовых бирж**

#### **Нью-Йоркская фондовая биржа (New-York Stock Exchange)**

Нью-Йоркская фондовая биржа является самой крупной в мире в смысле количества ценных бумаг, которые котируются на биржах и по которым заключаются сделки. Несмотря на то, что фактически она существует с 1792 года, формально ее устав был принят в 1817 году и первоначально она называлась "Нью-Йоркский Совет по ценным бумагам и их обмену". Современное название биржи появилось в 1863 году.

На Нью-Йоркской фондовой бирже котируется свыше 2000 акций и свыше 3500 облигаций (6). Основными критериями, на основе которых осуществляется допуск ценных бумаг к котировке, являются показатели активов, прибылей, получаемых эмитентом от хозяйственной деятельности, а также регулярность получения доходов акционерами. Включение в списки ценных бумаг, допущенных к котировке на Нью-Йоркской фондовой бирже, является признанием того, что эмитент-институт достиг зрелости и статуса передовой корпорации в своей отрасли (7).

Основные показатели, на основе которых осуществляется включение, например, акций в списки биржи, различаются в зависимости от того, эмитентами какой страны они выпущены - США или другой. Акции американских корпораций могут быть включены в списки фондовой биржи, если количество держателей 100 и более акций составляет 2000; общее количество акционеров - 2200; среднемесячная продажа акций за последние 6 месяцев

достигла 1 000 000; прибыль эмитента до вычета федеральных налогов - 2 500 000 долларов; за последний финансовый год - 2 000 000 долларов; за последние 3 года - 6 500 000 долларов, все три года должны быть прибыльными (8).

В соответствии с Правилами включения и исключения ценных бумаг из списков Нью-Йоркской фондовой биржи, помимо этих показателей также учитывается и ряд других. Например, корпорация должна быть действующей, а не готовящейся к ликвидации, обращается внимание на характер рынка ее продукции, относительную стабильность положения эмитента в отрасли, перспективы развития отрасли и корпорации.

Совокупная рыночная стоимость акций, выпущенных корпорацией, должна быть не менее 5 млн. долларов, и эмитент должен быть в состоянии выплачивать проценты по всем своим обязательствам.

Акции иностранных компаний могут быть включены в списки фондовой биржи, если количество владельцев 100 и более акций составляет 5000 во всем мире; рыночная стоимость их достигает 100 млн. долларов во всем мире; доход до вычета налогов - 100 млн. долларов за последние три года и из них минимум 25 млн. долларов в течение одного из трех лет (9).

Ценные бумаги, находящиеся в обращении на Нью-Йоркской фондовой бирже, котируются в одном (официальном) режиме. Других режимов цитирования не существует. До настоящего времени основной формой торговли являются аукционы "с голоса". Котирование курсов, а также клиринговые и расчетные операции выполняются при помощи компьютерных средств.

Торговлю на фондовой бирже имеют право осуществлять только члены биржи. Участники торгов могут выступать в качестве специалистов (specialist), дилеров по покупке и продаже неполных лотов (odd-lot dealers), комиссионных брокеров (commission brokers), брокеров операционного зала (floor brokers), зарегистрированных торговцев (registered traders) (10).

Специалисты составляют около 25 процентов всех участников биржевой торговли. Они представляют собой некие центры аукционной торговли, главная задача которых заключается в том, чтобы обеспечивать ликвидность ценных бумаг и преемственность цен на них. Обычно специалист торгует акциями 12-14 эмитентов. Он должен иметь достаточно большую сумму собственных, а не заемных денег (примерно 500 тыс. долларов) либо такую сумму, которая позволяет ему приобрести 5000 акций одного эмитента, если стоимость таких акций выше 500 тыс. долларов. Специалист также должен иметь необходимую профессиональную подготовку.

Специалисты на Нью-Йоркской фондовой бирже выполняют две основные функции. Они предоставляют брокерские услуги брокерам, выполняющим лимитные и специальные приказы клиентов, и являются дилерами в отношении вышеупомянутых акции 12-14 эмитентов. В последнем случае в целях обеспечения ликвидности специалисты обязаны их приобретать, если спрос на них падает, и продавать указанные акции, если их спрос на них повышается.

Дилеры, торгующие неполными лотами, осуществляют покупку или продажу акций в тех случаях, когда в пакете имеется меньшее, чем обычно, их количество. Обычным пакетом акций на Нью-Йоркской фондовой бирже считается пакет, равный 100 акциям либо числу, кратному 100 акциям. Торговлю неполными лотами акций на указанной бирже начали производить в 1976 году; до этого ее осуществляли в специальной палате.

В качестве комиссионных брокеров на бирже выступают служащие брокерских фирм, которые являются членами Нью-Йоркской фондовой биржи. Комиссионные брокеры работают в операционном зале и выполняют поручения клиентов своей фирмы. Заказы клиентов на приобретение либо продажу акций поступают к комиссионным брокерам от служащих, работающих в офисе брокерской фирмы (in-house employees).

Брокерами операционного зала являются участники фондовой биржи, которые не являются служащими брокерской фирмы, работающей с инвесторами, но которые помогают комиссионным брокерам выполнять заказы, если те получают их одновременно в большом

количестве. Брокеры операционного зала, таким образом, оказывают услуги другим брокерам, торгующим на фондовой бирже, и не работают с инвесторами.

Зарегистрированные торговцы представляют собой таких участников фондовой биржи, которым разрешено продавать и покупать ценные бумаги за свой счет. Эта категория участников биржевой торговли действует на торгах на свой страх и риск. Торговцы не принимают и не выполняют поручений клиентов. Считается, что зарегистрированные торговцы своими действиями способствуют повышению ликвидности ценных бумаг, поскольку они находятся в операционном зале, имеют доступ к информации относительно текущих курсов и могут быстро реагировать на изменения последних.

### **Токийская международная фондовая биржа (Tokyo International Stock Exchange)**

Токийская фондовая биржа возникла в 1878 году, однако в современном виде существует с 1949 года. На указанной бирже котируются акции около 1500 эмитентов, а также облигации. Участниками ее являются 94 организации. Торги ценными бумагами проводятся в двух формах: путем аукциона "с голоса" и в электронном режиме. Ценные бумаги котируются только официально. На Токийской фондовой бирже существует два операционных зала: один - для аукциона "с голоса", другой - для компьютерных торгов (11).

Аукционная торговля "с голоса" осуществляется в отношении порядка 200 наиболее активно приобретаемых и продаваемых акций. Торги с другими акциями, включая иностранные, проводятся в электронном режиме. В операционном зале, в котором происходит торговля "с голоса", также как и на Нью-Йоркской фондовой бирже, находятся посты специалистов (Saitori posts) и брокерские места. Saitori и брокеры являются основными участниками биржевой торговли "с голоса". Обе категории участников выполняют функции, аналогичные тем, которые осуществляются соответственно специалистами и коммиссионными брокерами Нью-Йоркской биржи.

В операционном зале электронной торговли находятся только компьютеры, средства связи и Saitori. Другие участники фондовой биржи физически во время торговли в этом зале не присутствуют. Брокерские фирмы-участники фондовой биржи запрашивают необходимую информацию, направляют заказы и заключают сделки в электронном (компьютерном) режиме, не выходя из своих офисов, расположенных вне здания биржи. Заказы направляются при помощи устройства для считывания карточек заказов, установленного в офисе брокерской фирмы, а уведомление о приеме заказа получают через специальный принтер. Saitori, находящиеся в зале электронной торговли сопоставляют введенные в компьютерную сеть заказы на приобретение и продажу, которые высвечиваются у них на дисплее компьютера. Затем они принимают решение о том, какие заказы и в какой мере должны быть исполнены. Подтверждение о заключении сделки передаются Saitori брокерским фирмам также в компьютерном режиме. В случаях, когда заказ на покупку совпадает с заказом на продажу, сделка заключается автоматически без вмешательства Saitori. Saitori также может задать компьютеру так, чтобы заказы на приобретение и продажу ценных бумаг по ценам с разницей в пять-десять иен тоже выполнялись в автоматическом режиме. В настоящее время в режиме электронной торговли около 50 процентов сделок совершается компьютерами без участия Saitori.

Электронная торговля ценными бумагами на Токийской фондовой бирже осуществляется при помощи компьютерной системы направления и исполнения заказов (Computer-Assisted Routing and Execution System - CORES). Указанная система была введена в действие в 1982 году, и ее использование позволило значительно сократить период между моментом подачи заказа и подтверждением сделки. Ранее на это уходило 15-30 минут; с введением этой системы этот период сократился до 30 секунд.

## **Лондонская международная фондовая биржа (London International Stock Exchange)**

Лондонская биржа была образована в 1770 году (12). До 1980 года на ней осуществлялась единственная котировка - официальная, начиная с 1980 года было введено три официальных и одна неофициальная (13).

В настоящее время на указанной бирже котируется порядка 3500 ценных бумаг, включая иностранные акции и облигации. Официально котируемые акции разделены на три группы. В первую группу входят наиболее активно торгуемые акции; вторая группа является наиболее многочисленной и в нее включены акции хорошо известных эмитентов, на которые существует постоянный спрос; наконец, третья группа охватывает компании, акции которых обычно пользуются не столь большим спросом, как акции первых двух групп, и объемы продаж которых обычно являются меньшими по сравнению с объемами продаж двух других групп.

В неофициальной котировке находится порядка 300 акции. В основном это акции малых и средних компаний, которые имеют определенную перспективу развития и хотели бы получить имидж признанной фирмы.

Процедура допуска к неофициальной котировке является более простой. В частности, уставной фонд таких компаний должен быть не менее 50 тысяч фунтов стерлингов; компания должна иметь удовлетворительные показатели хозяйственной деятельности и финансового положения; для допуска предоставляется только один отчет о 3-х летней деятельности.

Неофициальная котировка дает возможность изучить перспективность ценных бумаг, пронаблюдать, существует ли на них достаточный спрос, смогут ли они в будущем быть переведены в одно из отделений официальной котировки.

В середине 1980-х годов жизнедеятельность Лондонской фондовой биржи была ознаменована двумя важными событиями: во-первых, прекращением проведения аукционов "с голоса" и введением вместо них электронной торговли ценными бумагами, и во-вторых, слиянием указанной биржи с другим институтом-регулятором - Организацией по регулированию международных ценных бумаг (International Securities Regulatory Organisation- ISRO).

До 1986 года центральной фигурой в торговле "с голоса" на бирже был джоббер (jobber), выполнявший функции, аналогичные функциям специалиста или Saitori соответственно на Нью-Йоркской и Токийской фондовых биржах. В сущности, джоббер представлял собой дилера, который имел в операционном зале пост и производил покупку и продажу определенных ценных бумаг брокерам, работающим в операционном зале биржи и выполняющим заказы клиентов. Брокеры имели право продавать или покупать ценные бумаги друг у друга только через джобберов. Наличие множества джобберов придавало рыночному взаимодействию непрерывный и постоянный характер. Брокеру не было необходимости ожидать часами или днями, пока кто-то предложит для покупки либо продажи необходимые ценные бумаги. Подойдя к посту джоббера, он мог практически в любое время либо приобрести их, либо продать. В этом смысле биржевая система торговли, основывающаяся на услугах джоббера, обладала определенными преимуществами. У брокеров также имелась возможность выбирать, у кого именно из джобберов им было выгодно приобретать требуемые ценные бумаги либо продавать.

Однако в целом эффективность аукционной торговли "с голоса" на Лондонской бирже постепенно начала снижаться. В 1960-1970-х годах налоговые и инфляционные факторы вынуждали индивидуальных инвесторов вкладывать имеющиеся у них денежные средства в пенсионные и сберегательные фонды, что давало возможность институциональным инвесторам постепенно вытеснять их с рынка ценных бумаг. В свою очередь, институциональные инвесторы, оставшись практически единственной категорией инвесторов, начали утрачивать интерес к посредническим услугам брокеров, поскольку пришли к выводу, что заключение сделок купли-продажи ценных бумаг минуя брокеров является

более дешевым. Как следствие этого, рынок ценных бумаг Великобритании постепенно начал превращаться во внебиржевой. Одновременно для институциональных инвесторов более привлекательными стали сделки на фондовых биржах других стран (14).

Потребовалось проведение реформы биржевой торговли, и в 1986 году Лондонская биржа стала проводить торги при помощи системы автоматического котирования (Stock Exchange Automated Quotations System - SEAQ). Бывшие джобберы перестали быть таковыми и превратились в макет-мейкеров (market-makers), которым было разрешено осуществлять ввод в компьютерную систему своих цен на покупку или продажу определенных ценных бумаг. Пользователями системы, но с иными правами, стали также брокеры, эмитенты, инвестиционные институты, менеджеры инвестиционных фондов. Брокерам было разрешено заключать сделки между собой помимо макет-мейкеров, а также выполнять дилерские функции. Определившись с тем, какими ценными бумагами следует торговать, макет-мейкеры стали вводить в систему свои параметры: количество, курс, по которому они согласны были купить или продать акции или облигации, свои реквизиты. Согласно новым правилам, о всех сделках участники обязаны были сообщать фондовой бирже в течение пяти минут с момента ее заключения. Макет-мейкеры во время торговли находятся в операционном зале фондовой биржи.

Брокеры, которые работали на бирже, получали заказы из офиса своей фирмы, вызывали на своем дисплее необходимую страничку данных ценных бумаг и просматривали, кто из макет-мейкеров ими торгует, по какой цене и в каком количестве. Далее они шли к макет-мейкеру и заключали сделку.

Если брокер, являвшийся пользователем системы SEAQ, находился вне операционного зала, то он связывался с макет-мейкером по телефону и совершал сделку в телефонном режиме (15). В этих случаях телефонные переговоры фиксировались на магнитофонной пленке.

В конце 1986 года произошло слияние Лондонской фондовой биржи с ISRO. ISRO представляла собой саморегулируемую организацию, участниками которой были дилерские фирмы, торгующие в Великобритании иностранными ценными бумагами. Указанная организация возникла вследствие того, что британское государство после принятия закона о финансовых услугах (1985) стало проводить более строгую политику в отношении участников рынка ценных бумаг, включая внебиржевой сектор торговли иностранными ценными бумагами. ISRO должна была осуществлять институциональный контроль за поведением фирм-участниц, составлять и направлять в Совет по ценным бумагам и инвестициям, который выполняет функции комиссии по ценным бумагам, отчеты и информацию о данном секторе британского рынка.

Однако Лондонская фондовая биржа и ISRO договорились о слиянии, вследствие чего на бирже была дополнительно создана система автоматического котирования иностранных ценных бумаг (SEAQ international). Последняя представляет собой самостоятельную компьютерную систему, которая функционирует аналогично вышеупомянутой системе SEAQ. В рамках SEAQ international заключаются сделки исключительно с иностранными ценными бумагами (16).

В связи с введением новой системы Лондонская фондовая биржа была преобразована в Лондонскую международную фондовую биржу.

### **Парижская фондовая биржа (Paris Stock Exchange)**

Середина 1980-х годов явилась знаменательным периодом не только для Лондонской фондовой биржи, но и для ряда других, включая Парижскую. В 1984 году на Парижской фондовой бирже была введена в действие компьютерная система торговли под названием САС. Это позволило увеличить торговый оборот в конце 1980-х годов до 2415 миллиардов французских франков на рынке облигаций, при том, что оборот на рынке акций составил одну треть от этой суммы (17). Участниками системы являются брокерско-дилерские организации, являющиеся членами фондовой биржи. Для того, чтобы стать членом биржи,

необходимо получить лицензию в Совете фондовых бирж (Conseil des Bourses de Valeurs). В отличие от Лондонской фондовой биржи, на которой в компьютерную систему SEAQ вводятся цены покупки и биржи, необходимо получить лицензию в Совете фондовых бирж (Conseil des Bourses de Valeurs). В отличие от Лондонской фондовой биржи, на которой в компьютерную систему SEAQ вводятся цены покупки и продажи исключительно макет-мейкерами, в САС свои заказы с указанием наименования, количества и цены покупки либо продажи могут вводить все ее участники, причем последние получили право на выполнение как брокерских, так и дилерских функций.

Торговля ценными бумагами на Парижской фондовой бирже основывается на централизованном накоплении и сопоставлении всех поступающих в САС заказов. Указанные заказы автоматически ранжируются по ценам, однако если цены покупки либо цены продажи на конкретные акции или облигации являются одинаковыми, заказы ранжируются также по времени их поступления в систему (18).

На Парижской фондовой бирже существует три режима торговли ценными бумагами: один официальный и два неофициальных. Последние соответственно называются "вторым" (second marche) и "внекотировочным" (hors-cote) рынками (19).

Указанные режимы торговли различаются в зависимости от количества ценных бумаг, находящихся в обращении, и объемов информации, которую должны публиковать эмитенты. Официальная котировка осуществляется в отношении акций крупных французских и иностранных компаний, а также практически всех облигаций. К ценным бумагам, которые котируются в данном режиме, предъявляются самые высокие требования. В частности, это касается размеров уставного фонда, прибыльности, обязанности публиковать финансовые отчеты. Как минимум 25% акций, выпущенных компанией, должны находиться постоянно в свободном обращении, и переходить от одних инвесторов к другим. В конце 1980-х годов на официальном рынке котировались акции около 550 эмитентов (20).

На втором рынке обращаются в основном акции средних компаний. Требования допуска к обращению в этом режиме являются менее высокими. Например, одним из них является требование того, чтобы в свободном обращении постоянно находилось 10% акций, выпущенных эмитентом. В данном режиме наряду с французскими компаниями также обращаются акции некоторых иностранных эмитентов. Всего на указанном рынке в конце 1980-х годов котировались акции 300 эмитентов (21).

На внекотировочном рынке торгуют ценными бумагами малых компаний, а также ценными бумагами, объемы торговли по которым являются незначительными. Никаких формальных процедур для допуска к котировке в данном режиме не существует. Ответственность за введение в компьютерную систему торговли ценных бумаг полностью лежит на соответствующем члене фондовой биржи. В отличие от этого, на допуск ценных бумаг в два предыдущих отделения требуется согласие Совета фондовых бирж. Кроме того, комиссии по ценным бумагам Франции предоставлено право накладывать вето на решения Совета (22).

Начиная с 1986 года, на Парижской фондовой бирже производится непрерывная автоматизированная торговля ценными бумагами. Это означает, что в отличие от предыдущих периодов, когда, например, аукционы "с голоса" длились всего несколько часов в день, в настоящее время торги проводятся с 10.00 до 17.00 непрерывно каждый день, означает, что в отличие от предыдущих периодов, когда, например, аукционы "с голоса" длились всего несколько часов в день, в настоящее время торги проводятся с 10.00 до 17.00 непрерывно каждый день, кроме выходных. Члены биржи могут вводить заказы в систему САС из своих офисов, расположенных вне здания фондовой биржи.

Клиринговые и расчетные операции совершаются в компьютерном режиме на базе системы Релит (Relit), которая была введена в действие в 1990 году. В связи с этим для большинства сделок установлен расчетный период "T + 5", то есть на пятый день после заключения сделки. Торговля ценными бумагами на фондовой бирже осуществляется по следующей схеме. Клиенты направляют свои заказы на приобретение либо продажу ценных

бумаг непосредственно банкам либо в фирмы, которые являются участниками САС. Это можно делать по телефону, при помощи видеотекстов и так далее. В случаях, когда заказы направляются в банки, последние по компьютерной системе Рона (Rona) в режиме реального времени передают эти заказы в компьютерную книгу заказов фирмы - участницы САС. Если заказы направляются клиентам непосредственно в фирму, то они также заносятся в эту книгу. После введения заказов компьютер-книга автоматически форматирует их в стандартные заказы и пересылает в централизованную книгу заказов системы САС. Указанная система производит сортировку и ранжировку заказов, сопоставляет заказы на покупку и продажу и "заключает" сделки.

Сведения о поступлении заказов, курсах на ценные бумаги и заключенных сделках передаются компьютерными системами Топваль (Topval) и Топсас (Topcas) по спутниковой связи всем участникам биржевой торговли, а также в систему Релит для проведения клиринговых операций. Релит производит клиринг в автоматическом режиме. В расчетный день сведения о сделке из Релита передаются в Банк Франции (Banque de France), который перечисляет деньги со счета участника САС, осуществившего покупку, на счет участника САС, совершившего продажу. После чего в этот же день центральный депозитарий Франции Сиковам (Sicovam) переводит ценные бумаги со счета участника САС - продавца на счет участника САС - покупателя путем внесения соответствующих записей на счетах обоих участников. О совершенных сделках участники САС сообщают соответственно либо банку, из которого был получен заказ, либо клиенту.

### **Франкфуртская фондовая биржа (Frankfurt Stock Exchange)**

Франкфуртская фондовая биржа является наиболее крупной среди немецких фондовых бирж (всего 8). В начале 1990-х годов на ней находились в обращении акции 760 немецких и иностранных компаний, а также 7100 облигаций. Ежегодный торговый оборот биржи составляет более 3100 миллиардов немецких марок, совокупная рыночная стоимость немецких акций, которые котируются на ней, составляет порядка 520 миллиардов немецких марок (23).

Деятельность Франкфуртской фондовой биржи обладает рядом специфических черт, наиболее важными из которых являются следующие: основными участниками биржевой торговли являются банки; на ней торгуют не только ценными бумагами, но и иностранной валютой и золотом; допуск бумаг к торгам на бирже осуществляется при наличии соответствующего ходатайства банка - члена биржи.

Франкфуртская биржа по форме организации представляет собой закрытое акционерное общество, членами биржи могут быть только акционеры. В начале 1990-х годов 79% акций принадлежало немецким банкам, 10% - иностранным банкам, 5% - курсовым маклерам, и 6% - свободным маклерам (24). Акции АО "Франкфуртская фондовая биржа" могут отчуждаться третьим лицам лишь с согласия Правления. Ни один акционер не имеет права владеть более 15% акций.

В процессе рыночного взаимодействия с ценными бумагами банки могут выполнять следующие функции: выступать в роли консультантов; осуществлять посредническую деятельность по размещению ценных бумаг при их выпуске; выполнять функцию гаранта при допуске ценных бумаг к котировке на фондовой бирже; выполнять некоторые депозитарные и клиринговые функции; управлять портфелями ценных бумаг; осуществлять брокерскую деятельность на фондовой бирже в интересах инвесторов, а также выполнять дилерские функции на биржевом рынке (25).

Основными участниками, непосредственно заключающими сделки на Франкфуртской фондовой бирже, являются: банки, действующие как брокеры и дилеры, курсовые и свободные маклеры.

Эмитенты, которые желают, чтобы их ценные бумаги были допущены к котировке на фондовой бирже, обязаны вместе со своим заявлением на допуск также представить ходатайство банка - члена биржи о поддержке намерений эмитента. Без такого ходатайства

ценные бумаги к обращению на бирже не допускаются. Вместе с банком - участников биржи эмитент готовит проспект о ценных бумагах и другие документы, необходимые для принятия решения о допуске. Такое решение принимается комитетом по допуску ценных бумаг, который состоит из 24 человек (26).

Инвесторы выдают заказы на приобретение либо продажу ценных бумаг, находящихся в обращении на фондовой бирже, обычно через банки. Согласно законодательству страны, только банки имеют право оказывать брокерские услуги инвесторам в процессе биржевой торговли.

Банк - член биржи, получив заказ на приобретение или продажу ценных бумаг, передает его своему бюро, расположенному в здании Франкфуртской биржи. Служащие бюро организуют выполнение заказа клиента в операционном зале биржи либо в системе электронной торговли IBIS.

Курсовые маклеры представляют собой дилеров, которые продают и покупают официально котируемые ценные бумаги другим непосредственным участникам биржевой торговли по установленным ими курсам покупателя и продавца. То есть курсовые маклеры самостоятельно рассчитывают на основе множества факторов цену, по которой они соглашаются продать либо купить определенное количество конкретных ценных бумаг. Таким образом, формируется официальный курс на данную ценную бумагу. За формированием официального курса наблюдает Палата курсовых маклеров - организация, объединяющая курсовых маклеров, которые работают на фондовой бирже. Совет Палаты публикует ежедневный бюллетень официальных курсов фондовой биржи (27).

Если у Палаты курсовых маклеров возникает сомнение относительно обоснованности официальных курсов, установленных курсовым маклером, она может потребовать от него письменное объяснение мотивов его действий, а также книгу его записей.

Цены, которые устанавливаются курсовыми маклерами, должны соответствовать реальному состоянию соотношения спроса и предложения на ценные бумаги.

Курсовые маклеры назначаются на должность и увольняются с должности Государственным департаментом земли Гессен по надзору за Франкфуртской фондовой биржей. При назначении на должность курсовых маклеров приводят к присяге на "надлежащее выполнение возложенных на них функций" (28).

Задача курсовых маклеров во многом похожа на задачу специалистов Нью-Йоркской фондовой биржи, Saitori - Токийской либо макет-мейкеров Лондонской международной фондовой биржи. Как и перечисленные выше участники биржевой торговли, курсовые маклеры ведут торги с определенными, закрепленными за ними ценными бумагами. Закрепление проводится Правлением фондовой биржи.

Свободные маклеры представляют собой дилеров, которые покупают и продают ценные бумаги у других непосредственных участников биржевой торговли - банков и курсовых маклеров. В отличие от последних, свободные маклеры не определяют официальный курс, имеют право торговать любыми ценными бумагами и назначаются не государственным органом по надзору за фондовой биржей, а правлением Франкфуртской фондовой биржи (29).

Свободные маклеры, принимая во внимание различные факторы, рассчитывают для себя цену продажи и покупки определенных ценных бумаг и осуществляют их приобретение по этим ценам. Цены свободных маклеров могут свидетельствовать о существовании дополнительного спроса либо предложения на ценные бумаги, и тем самым выравнивать биржевой рынок в случаях, когда курсы, установленные курсовыми маклерами, оказываются завышенными или заниженными. Официальные курсы, как правило, рассчитываются курсовыми маклерами в определенные часы, цены же свободных маклеров являются более подвижными в течение всего рабочего дня биржи. Таким образом, свободные маклеры влияют на официальный курс, однако не устанавливают последний.

Кроме того, они помогают исполнять заказы, поступающие от тех банков-участников фондовой биржи, которые не имеют на бирже достаточного количества собственных

служащих. В этом случае они выполняют функции, аналогичные функциям брокеров операционного зала на Нью-Йоркской фондовой бирже.

Обе категории маклеров заключают сделки только с непосредственными участниками биржевой торговли, то есть теми, кто находится в операционном зале, либо кто является участником электронной системы торговли. Они не имеют права принимать заказы у инвесторов (30).

С 1991 года в Германии введена система компьютерной торговли ценными бумагами IBIS. Она представляет собой интегрированную систему внебиржевой торговли и информации. В рамках данной системы осуществляются торги тридцатью наиболее важными немецкими акциями, а также федеральными облигациями (31).

Первоначально указанная система существовала как информационная система и находилась в собственности Франкфуртской фондовой биржи. Впоследствии права на участие в ней были проданы другим немецким фондовым биржам, и теперь IBIS представляет собой долевое предприятие. Участники торгов всех фондовых бирж Германии могут пользоваться информацией, введенной в систему, и заключать сделки купли-продажи с котируемыми в системе ценными бумагами.

Несмотря на наличие компьютерных торгов, аукционы "с голоса", проводимые непосредственно в операционном зале биржи, продолжают оставаться пока основной формой торговли.

На Франкфуртской бирже существует три режима торговли - официальный, регулируемый и свободный. Требования, предъявляемые к ценным бумагам и эмитентам при допуске к обращению, отличаются в зависимости от того, в каком режиме будут проводиться торги. Наиболее высокие требования устанавливаются при допуске на официальный рынок, который представляет собой наиболее строго регулируемый сегмент биржевой торговли. В частности, для того, чтобы ценные бумаги были допущены к официальному обращению, эмитент должен удовлетворять следующим критериям: компания должна существовать не менее трех лет, общая рыночная цена выпущенных акций должна быть не менее 2,5 миллионов немецких марок, в свободном обращении должно находиться не менее 25% выпущенных акций. Эмитенты, акции которых обращаются на официальном рынке Франкфуртской фондовой биржи, должны предоставить в комитет по допуску заявление вместе с ходатайством банка - члена биржи; опубликовать проспект в журнале определенном законом, публиковать полугодовые (промежуточные) отчеты о результатах хозяйственной деятельности и финансовом положении. Курс ценных бумаг, котирующихся на официальном рынке, устанавливается курсовыми маклерами.

При допуске на регулируемый рынок к ценным бумагам и эмитентам предъявляются менее высокие требования. Например, Уставный фонд эмитента акций должен быть не менее 0,5 миллиона немецких марок, отсутствуют какие-либо ограничения относительно сроков существования компании, от эмитента не требуется публикация проспекта (достаточно публикации отчета о хозяйственной деятельности и финансовом положении), не требуется также публикации промежуточных (полугодовых) отчетов. Заявление на допуск к обращению эмитент также должен подать вместе с ходатайством банка - члена биржи. Курс ценных бумаг, котируемых на регулируемом рынке, устанавливается свободными маклерами.

Наиболее либеральными являются требования при допуске на свободный рынок. Правилами биржи не устанавливаются ни размер общей курсовой стоимости ценных бумаг, ни минимальный размер Уставного фонда эмитента. Заявление на допуск составляется и подается банком - членом биржи. Необходимо опубликовать проспект ценных бумаг. Не существует каких-либо ограничений относительно сроков существования эмитента, а также обязанности публиковать промежуточные (полугодовые) отчеты. Курс ценных бумаг, котируемых в этом режиме, определяется свободными маклерами (32).

В основе процедуры допуска ценных бумаг к котировке в том или ином режиме лежит проверка сведений, заявленных в проспекте либо отчете. Облигации федеральных и

земельных заемов, а также облигации государств Европейского Союза допускаются к официальной котировке без какой-либо проверки.

### **Копенгагенская фондовая биржа (Copenhagen Stock Exchange)**

Копенгагенская фондовая биржа возникла в 17 веке. Король Кристиан IV построил здание фондовой биржи с целью превращения столицы Дании в международный торговый центр, однако статус учреждения, обеспечивающего торговлю ценными бумагами, фондовая биржа получила в 1808 году. Комитет по допуску ценных бумаг к обращению на бирже был образован в 1871 году брокерами и джобберами биржи. В середине 1980-х годов была проведена реформа деятельности биржи, и в настоящее время на ней существует единственная форма торговли - компьютерная. Вторая реформа деятельности биржи, как ожидается, будет проведена в 1996 году в связи с образованием единого рынка ценных бумаг в рамках Европейского Союза.

В начале 1990-х годов на Копенгагенской фондовой бирже котирувалось свыше 3400 ценных бумаг, среди которых главными являются датские и иностранные облигации. В частности, в 1993 году общий торговый оборот последних составил около 11260 миллиардов датских крон, оборот акций и инвестиционных сертификатов - около 154 миллиардов датских крон (33).

Огромный показатель торгового оборота облигаций в 1993 году объясняется тем, что в статистическую отчетность фондовой биржи были включены также сделки по приобретению датских государственных облигаций с целью использования их в качестве средства обеспечения сделок по обратному выкупу денежных средств (Repurchase agreements). В соответствии с соглашением об обратном выкупе одна сторона, например, центральный банк, продает другой стороне, например, коммерческому банку, определенную сумму денег по определенной цене на определенный период времени. Соглашением предусматривается, что по окончании указанного срока центральный банк обязуется выкупить у коммерческого банка сумму денег по другой определенной цене, как правило, более низкой, чем первая. Разница в цене составляет доход центрального банка.

Соглашение об обратном выкупе представляет собой разновидность кредитных отношений и не является ценной бумагой. Вместе с тем, при заключении сделки по обратному выкупу национальный банк может потребовать (по законодательству Дании - должен потребовать) у коммерческого банка предоставление обеспечения в виде государственных ценных бумаг, то есть облигаций. Таким образом, коммерческий банк, для того, чтобы заключить сделку по обратному выкупу, должен приобрести на фондовой бирже определенное количество государственных облигаций, которые будут выполнять функцию средства обеспечения его обязательств по выкупу приобретенных у центрального банка денежных средств.

В связи с тем, что в данном случае государственные облигации приобретаются не столько в порядке инвестирования, сколько в порядке обеспечения выполнения обязательств по договору, начиная с 1994 года Копенгагенская фондовая биржа отражает обороты первых отдельно от оборотов вторых. Однако это не влияет на общее положение вещей - то есть основным видом ценных бумаг, котирующихся на указанной бирже, являются облигации.

Для того, чтобы стать непосредственным участником биржевых торгов, заинтересованная организация должна получить разрешение в Отделе по финансовому контролю (Датской комиссии по ценным бумагам). В 1993 году общее количество участников Копенгагенской фондовой биржи составило 28 организаций (34). Главным образом, это коммерческие банки, торговые и специализированные кредитные учреждения, брокерские компании. Все непосредственные участники биржевой торговли могут выполнять как брокерские, так и дилерские функции.

При допуске к участию в торгах к организации предъявляют ряд требований. В частности, она должна быть зарегистрированной в Датском агентстве по торговле и компаниям, иметь организационную форму общества с ограниченной ответственностью или

быть акционерным обществом, иметь сформированный уставной фонд не менее 5 миллионов датских крон, открыть депозитный счет в Датском центральном банке, учредительные документы должны быть утверждены Датским отделом по финансовому контролю.

Регулирование порядка допуска ценных бумаг к обращению на Копенгагенской фондовой бирже осуществляется, в основном, в соответствии с директивами Европейского Союза. Главными критериями, на основе которых производится допуск, являются следующие: наличие у инвесторов интереса к ценным бумагам, наличие у ценных бумаг достаточной ликвидности, цена на указанные ценные бумаги должна определяться вследствие переговоров между продавцом и покупателем и не быть фиксированной (35).

Датские ценные бумаги - акции, облигации, инвестиционные сертификаты и некоторые другие - выпускаются и обращаются в электронной (безбумажной) форме. Выпуски регистрируются в Датском центральном депозитарии в виде компьютерных записей. Допуск ценных бумаг к обращению на фондовой бирже осуществляется на основе заявления эмитента. При этом эмитент также предоставляет фондовой бирже проспект о ценных бумагах, в котором содержится информация относительно активов и пассивов, финансового положения, результатов хозяйственной деятельности, планов дальнейшего развития, а также наличия прав у собственников данных ценных бумаг (36).

Указанные проспекты должны быть одобрены фондовой биржей и опубликованы либо в газете фондовой биржи, либо в виде брошюры, доступной инвесторам, на бесплатной основе. Для акций и облигаций установлены различные формы проспектов.

Решение о допуске к котированию либо исключении из котирования принимает Совет директоров фондовой биржи.

На Копенгагенской фондовой бирже существуют следующие три режима торговли акциями: первые два представляют собой рынки с официальным котированием, и третий - рынок котирования акций малых и средних эмитентов.

На первый и второй официальные рынки допускаются акции эмитентов, уставной фонд которых составляет не менее 15 миллионов датских крон. Компания должна существовать не менее 3 лет. Предполагаемая суммарная рыночная стоимость акций, находящихся в обращении на бирже, должна быть не менее 8,5 миллионов датских крон. Вместе с тем, Совет директоров в порядке исключения может принимать решение о допуске к официальной котировке в случаях, когда последнее требование не соблюдено, однако у инвесторов имеется значительный интерес к данным акциям. К моменту допуска уставной фонд эмитента должен быть полностью сформирован (уплачен). В свободном обращении должно находиться не менее 25% выпущенных акций и акции должны быть в собственности не менее 500 инвесторов. Эмитенты, акции которых допускаются к официальной котировке, должны обеспечить инвесторам возможность ознакомления с полугодовыми и ежегодными отчетами о хозяйственной деятельности, направлять бесплатно по требованию инвесторов учредительные документы компании, сообщать в открытой печати о сроках и результатах проведения ежегодных собраний акционеров (37).

На неофициальный рынок допускаются акции эмитентов, уставной фонд которых составляет не менее 2 000 000 и не более 15 000 000 датских крон. При этом в свободном обращении должно находиться не менее 15% выпущенных акций с суммарной рыночной стоимостью не менее 1 миллиона датских крон. Если в процессе деятельности компании ее уставной фонд увеличится и составит более 15 миллионов датских крон, компания должна подать заявление о допуске ее акций к котированию на одном из официальных рынков. В случае, когда уставной фонд будет по-прежнему составлять не менее 2 и не более 15 миллионов датских крон, однако собственный капитал компании достигнет уровня 30 миллионов датских крон, Совет директоров фондовой биржи может потребовать, чтобы эмитент подал заявление о допуске его акций на один из официальных рынков.

При допуске на неофициальный рынок от эмитента не требуется составления и публикации проспекта, однако к заявлению он должен приложить отчет о хозяйственной деятельности за последние 3 года. В нем также должны быть отражены история развития

компании, ежегодные сведения о балансе, а также о прибылях и убытках компании, Совет директоров фондовой биржи в порядке исключения может принять решение о допуске акций к котированию на неофициальном рынке, если эмитент существует менее 3 лет (38).

Облигации на Копенгагенской фондовой бирже котируются в одном режиме - официальном. При этом государственные облигации Дании и других стран Европейского Союза допускаются к котированию автоматически. Решение о допуске институционных облигаций к котированию принимает Совет директоров биржи. Для того, чтобы такое решение было принято, эмитент должен подать на фондовую биржу заявление и заверенные независимыми аудиторами отчеты о деятельности за последние 2 года. Размер выпуска должен составлять не менее 10 миллионов датских крон (39).

Система компьютерного обеспечения деятельности Копенгагенской фондовой биржи представляет собой совокупность компьютерных систем, главными из которых являются система электронной торговли, система поддержки торгов по телефону, система извещения о совершенных сделках, информационная система и система торговли иностранными ценными бумагами, котирующимися на других фондовых биржах и другие. Разные системы компьютерного обеспечения вводились на фондовой бирже в разное время. Например, система электронной торговли ELECTRA была введена в действие в 1986 году, система поддержки торгов по телефону - в 1991, система торговли иностранными ценными бумагами, котирующимися на других фондовых биржах - в 1992 (40).

Система ELECTRA функционирует в виде двух подсистем: акцептной и сравнительно-зачетной. Для обеих подсистем общим является то, что в их рамках могут заключаться сделки со всеми видами ценных бумаг, допущенными к котировке на бирже - облигациями, акциями, казначейскими билетами, инвестиционными сертификатами и другими. Сделки в рамках обеих подсистем заключаются в режиме реального времени и фиксируются автоматически. Обе подсистемы функционируют с 9.00 до 15.30 каждый рабочий день, кроме субботы и ряда государственных праздников (41). Процедура ввода предложения о покупке или продаже является достаточно простой. Брокер или дилер - участники системы указывают код ценной бумаги, подсистему, в которой он желает торговать, цену продажи или покупки, количество ценных бумаг, которые он желает приобрести или продать.

Акцептная подсистема (accept system) представляет собой также режим торговли, когда определенный участник системы (брокер или дилер) на дисплее своего компьютера получает все предложения о покупке или продаже ценных бумаг и, выбрав подходящее, акцептирует его, то есть, вводит в систему свой код, код ценной бумаги, которую он вознамерился приобрести либо продать, количество и цену, с которой он согласился. Предложения, введенные в систему другими брокерами и дилерами, представляют собой офферту; данный брокер или дилер совершает акцепт. Акцептная система действует в полуавтоматическом режиме, то есть требует от брокера/дилера, согласившегося с предложением, совершения определенных акцептных действий. Сделки в режиме акцептной подсистемы заключаются при условии, что цена и количество определенных ценных бумаг в офферте и акцепте совпадают (42).

Сравнительно-зачетная подсистема (match system) представляет собой такой режим электронной торговли, когда все вводимые в нее цены - предложения ранжируются по степени их возрастания, а при одинаковых ценах продажи либо покупки ранжируются по времени их поступления в систему. Далее компьютерная система производит сравнение всех поступивших предложений о продаже со всеми поступившими предложениями о покупке определенного количества конкретных ценных бумаг. В случаях, когда цены покупки и цена продажи совпадают, либо когда цена продажи является меньшей по сравнению с ценой покупки, компьютер автоматически фиксирует сделку. После заключения сделки, как и в акцептной подсистеме, информация убирается из подсистемы и передается в Датский центральный депозитарий для клиринга. В данной подсистеме торговля ценными бумагами осуществляется только с полными лотами либо пакетами, кратными по величине полным

лотам.

В зависимости от того, в какой подсистеме совершается торговля - акцептной или сравнительно-зачетной, а также кто является ее пользователем, на дисплее участника системы ELECTRA до совершения сделки будет высвечиваться различная по объему информация. Для брокеров/ дилеров сравнительно-зачетная система выдает на дисплей информацию о наилучшей цене-предложении на продажу, а также код брокера, который вносит предложение: для инвестора указанная подсистема сообщает наилучшую цену-предложение на покупку и наилучшую цену-предложение на продажу.

Акцептная подсистема выдает на дисплей брокера-дилера все цены-предложения на покупку и продажу, количество предложенных к продаже ценных бумаг, их код, а также код брокеров, делающих предложения: на дисплее инвестора будут отражены все вышеуказанные сведения, кроме кода брокеров, вносящих предложения.

Система поддержки торгов по телефону (trade supporting system) была создана для того, чтобы объединить всех брокеров и дилеров, заинтересованных в торговле высоколиквидными ценными бумагами. При этом торги ведутся по принципу макет-мейкерства. Это означает, что дилеры, являющиеся макет-мейкерами определенных ценных бумаг, вводят в систему свои предложения о покупке и продаже этих бумаг. Другие брокеры и дилеры, которые являются пользователями системы, принимают на свои дисплеи сведения о предложениях макет-мейкеров. После этого первые могут по телефону связываться со вторыми и заключать сделку.

В случае заключения сделок в рамках данной системы либо вне фондовой биржи, участники фондовой биржи должны сообщить об этом на фондовую биржу в течении 90 секунд с момента заключения сделки. Такие сообщения поступают в систему извещения о совершенных сделках (reporting system).

Введение на Копенгагенской фондовой бирже системы электронной торговли, системы поддержки торгов по телефону, а также системы извещения о совершении сделок способствовало тому, что все участники биржевых торгов получили возможность заключать сделки друг с другом, не выходя из своих офисов. В связи с этим операционный зал фондовой биржи был закрыт, и в настоящее время в здании фондовой биржи находятся только руководящие органы биржи и около 50 работников, обслуживающих ее технические средства и программное обеспечение.

### **Другие фондовые биржи**

Фондовые биржи, о которых только что шла речь, являются наиболее развитыми. Все остальные, которые существуют в различных странах мира, по степени зрелости можно условно разделить на три группы: **развитые, находящиеся на пути развития и вновь возникшие**. К первой группе следует отнести, например, Американскую фондовую биржу (США), Цюрихскую (Швейцария), Амстердамскую (Голландия), Миланскую (Италия), Торонтскую (Онтарио, Канада), Австралийскую (Австралия) и ряд других. Данная группа фондовых бирж характеризуется достаточно большими торговыми оборотами ценных бумаг, развитостью процедур допуска к участию в биржевых торгах и котируявши, широким применением компьютерных средств в целях информирования о текущих курсах и заключенных сделках, а также проведение клиринговых и расчетных операций. Фондовые биржи, относящиеся к данной группе, были образованы как минимум несколько десятилетий, как максимум - несколько столетий тому назад и за этот период достигли достаточно высокого уровня развития.

В отличие от них, существует достаточно многочисленная группа так называемых развивающихся фондовых бирж. Как правило, в эту группу входят биржи, которые хотя и были созданы несколько десятилетий назад, однако за истекший период не смогли по тем или иным причинам достичь уровня торговых оборотов и компьютерной оснащенности, свойственных биржам предыдущей группы. Обычно к числу развивающихся относят такие биржи, как Сеульская (Южная Корея), Гонконговская (ГонКонг), Бангкокская (Таиланд),

Манильская (Филиппины), Сингапурская и ряд других (43). Указанная группа является довольно разнообразной: на одних в настоящее время осуществляются мероприятия, направленные на постепенную компьютеризацию таких наиболее важных видов деятельности, как информирование о курсах, осуществление клиринга и расчетов, на других - единственной формой биржевой торговли по-прежнему продолжают оставаться аукционные торги "с голоса", а компьютерные средства не используются даже в целях информирования о текущих курсах.

За редким исключением, количество ценных бумаг, находящихся в обращении на развивающихся фондовых биржах, является небольшим, и в основном они представляют собой ценные бумаги местного значения.

Особый интерес вызывает группа так называемых вновь возникших фондовых бирж. Отличительными чертами данной группы являются следующие: указанные фондовые биржи возникли несколько лет тому назад; как правило, они возникли в условиях, когда фактические рыночные отношения в данных странах еще только начинали складываться; при образовании фондовых бирж учитывался опыт развитых стран относительно электронной формы торговли и ряд других. Фондовые биржи данной группы обычно образовывались в условиях недостаточной развитости национальных фондовых рынков. Каждая из них испытывала свои трудности, однако некоторым, например, Варшавской (Польша) и Будапештской (Венгрия), удалось уже в первые годы достичь определенных результатов. Основной формой торговли на указанных биржах являлись аукционы "с голоса", проводимые в операционном зале. Обе фондовые биржи при организации торговли во многом учитывали опыт функционирования Нью-Йоркской фондовой биржи (44).

В группу вновь возникших фондовых бирж также входит и **Украинская фондовая биржа** (Киев). Указанная биржа возникла в 1991 году. Организаторы биржи при ее создании больше ориентировались на европейский опыт и, в частности, на опыт функционирования Парижской фондовой биржи. Торговля ценными бумагами на ней осуществляется в двух формах: в форме аукциона "с голоса" и компьютерных торгов. С 1994 года на Украинской фондовой бирже введено три режима (отделения) котирования ценных бумаг: два официальных и один неофициальный (45). В первом отделении котируются ценные бумаги эмитентов, которые обладают высоким экономическим потенциалом, являются высокорентабельными и имеют прочное финансовое положение. К котированию во второе отделение допускаются ценные бумаги, эмитенты которых не удовлетворяют требованиям, предъявляемым при котировке в вышеуказанном режиме, однако имеют достаточно хорошие показатели в хозяйственной деятельности и финансовом положении.

Эмитенты, которые желают, чтобы их ценные бумаги были допущены к обращению в одном из официальных отделений, подают фондовой бирже соответствующее заявление. При этом они обязуются: направлять на УФ Б отчет о каждом собрании акционеров; немедленно информировать биржу о внесении изменений в Устав и о решениях, касающихся выпущенных ценных бумаг; сообщать УФБ любую материально значимую информацию; направлять на биржу информацию о своей деятельности, которую они намереваются опубликовать в печати, а также выполнять ряд других действий.

К котированию в третьем отделении допускаются ценные бумаги эмитентов, которые не удовлетворяют требованиям, предъявляемым в первых двух. УФБ в этом случае не отвечает за качество информации о ценных бумагах и эмитенте. Любая брокерская контора и эмитент могут подать заявление о допуске к котированию в третьем отделении. При этом также подаются копия свидетельства о государственной регистрации эмитента, копия документа о регистрации выпуска ценных бумаг и информации об их выпуске, а также копия бухгалтерского отчета, составленного в последний отчетный период.

Решение о допуске ценных бумаг к официальному и неофициальному котированию на Украинской фондовой бирже принимается Высшим биржевым комитетом. В первом случае комитет производит проверку поданных эмитентом документов и содержащейся в них информации, во втором - проверка документов и информации не производится (46).

К основаниям, по которым Высший биржевой комитет может принять решения об изъятии ценных бумаг из обращения на бирже относятся следующие: соотношение ежедневного объема операций с этими ценными бумагами к общему их количеству, а также к количеству котирований в течение года является незначительным по мнению комитета; эмитент не выплачивает дивиденды на протяжении трех лет подряд; в свободном обращении находится незначительная часть выпущенных ценных бумаг (пропорции устанавливает комитет); эмитент нарушает обязанности относительно информирования инвесторов и УФБ о деятельности и финансовом положении; на фондовую биржу поступили сведения о неплатежеспособности эмитента либо его ликвидации.

Решение о допуске ценных бумаг к котированию на УФБ, а также об изъятии их из обращения публикуются в официальном издании биржи.

## ♦ ВНЕБИРЖЕВЫЙ РЫНОК

Под вторичным внебиржевым рынком обычно понимают ту часть вторичного рынка, которая не охватывается понятием "биржевой рынок". То есть внебиржевой рынок представляет собой рыночные отношения, складывающиеся на вторичном рынке ценных бумаг "вне" или "наряду" с торговлей на фондовых биржах. Отсюда и название - "внебиржевой рынок" (Over-The-Counter (OTC) market).

В разных странах внебиржевые рынки занимают разное место в общерыночном взаимодействии с ценными бумагами. Например, в США этот рынок является намного более масштабным по сравнению с биржевым по количеству участников и ценных бумаг, находящихся в обращении. В Дании, наоборот, внебиржевой рынок является минимальным.

На вторичном внебиржевом рынке большей частью происходит торговля ценными бумагами, которые не обращаются на фондовых биржах, однако в ряде случаев на нем могут заключаться сделки купли-продажи также с ценными бумагами, которые котируются на биржах. В последнем случае участники сделок должны, как правило, сообщать фондовым биржам о совершении ими сделок и условиях, на которых эти сделки были совершены.

Внебиржевой рынок в большинстве стран представляет собой сложную систему рыночных отношений. Наиболее важными ее подсистемами являются: подсистема организованной междилерской торговли; частно-дилерская или частно-проприетарная подсистема; а также подсистемы типа "via vendor", "дилер - инвестор - дилер", "эмитент - инвестор - эмитент", "инвестор-инвестор".

Термин "подсистемы" в данном случае употребляется для того, чтобы показать, что более общую систему образует ряд меньших систем, каждая из которых отличается по составу участников и характеру взаимосвязей между ними.

### **Организованная междилерская торговля ценными бумагами**

В большинстве случаев системы организованной междилерской торговли создаются при саморегулируемых организациях, действующих на рынке ценных бумаг. Наиболее ярким примером тому является система Автоматического Котирования ценных бумаг при Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам США (NASDAQ). Она представляет собой компьютерную сеть, участниками которой, в основном, являются дилеры - члены Национальной ассоциации, однако не только они. Доступ к системе является достаточно открытым. Кроме профессиональных посредников, абонентами системы могут быть инвесторы, в том числе и индивидуальные. Однако только дилеры могут вводить в систему предложения о покупке и продаже. Каждый дилер - участник системы автоматического котирования, имеет свой собственный терминал-компьютер, при помощи которого он вводит в общенациональную систему данные о том, какими ценными бумагами он торгует, в каком количестве и по какой цене.

С другой стороны, любой участник системы имеет возможность принимать на свой компьютер информацию о ценных бумагах, которыми торгуют дилеры, их количестве и

ценах.

Каждый дилер имеет определенные реквизиты, и, получив информацию, может заключать сделки с другими дилерами по телефону.

Система автоматического котирования охватывает всю территорию США, и сведения, введенные в нее, являются одновременно и одинаково доступными всем участникам. Свыше 6000 дилерских офисов, расположенных в США, получают ежедневно на свои терминалы информацию о ценных бумагах, продаваемых и покупаемых в рамках системы, а также вводят в нее свои предложения; свыше 8000 терминалов системы установлено в других странах мира, из которых 5000 находится в Европе (47).

Дилеры - участники системы автоматического котирования ценных бумаг могут действовать в рамках системы и в качестве принципалов, и в качестве агентов. Сделки обычно заключаются с крупными пакетами ценных бумаг, примерно 2000 штук в пакете. Каждый дилер регистрируется в системе как торговец определенными ценными бумагами. В любой момент он должен быть готовым к тому, чтобы продать либо купить ценные бумаги, по которым он специализируется.

С другой стороны конкретные ценные бумаги допускаются к котированию в системе, если ими согласны торговать по крайней мере два дилера.

Все дилеры - участники НАСДАК должны стать также участниками Корпорации по защите прав инвесторов. Инвестор, который подозревает, будто дилер поступает нечестно в отношении его заказов, может обратиться с заявлением о защите своих прав в Корпорацию. Корпорация обязана направить соответствующий запрос в Национальную ассоциацию дилеров, и та должна проверить записи компьютерной системы о движении цен на указанную ценную бумагу. Ассоциация сохраняет компьютерные записи о движении цен, а также отчеты о совершенных сделках в течение трех лет. По этим записям можно легко восстановить, кто из дилеров и когда приобретал указанные ценные бумаги, по каким ценам, как изменялась динамика цен и так далее.

Идея создания организованных междилерских компьютерных систем торговли под эгидой национальных ассоциаций дилеров по ценным бумагам является привлекательной по многим причинам. Во-первых, междилерский сегмент вторичного внебиржевого рынка является одним из наиболее важных составных частей последнего. Придание междилерскому взаимодействию организованного характера имеет большие последствия как в плане контроля за поведением посредников, так и в плане возможности оказания упорядоченного воздействия на отношения между ними. Во-вторых, обычно ассоциации устанавливают правила поведения, которых следует придерживаться, участвуя в системе. В-третьих, доверие со стороны инвесторов к организованному междилерскому рынку является большим, чем по отношению к неорганизованному. В-четвертых, условия участия и возможности дилеров являются одинаковыми для всех, что в значительной мере снижает вероятность совершения сомнительных сделок.

Вышеуказанные достоинства приобрели весомое значение в условиях интернационализации рынков ценных бумаг (48). В связи с тем, что торговля на фондовых биржах всегда имеет организованный характер, а внебиржевой рынок большей частью существует в виде неорганизованных рыночных отношений (то есть в условиях разобщенной информации о ценах и сделках), то тенденция интернационализации наиболее эффективно стала проявлять себя прежде всего на биржевых рынках.

Придание междилерскому внебиржевому рынку организованного характера делает его в достаточной мере похожим на биржевой рынок, однако при этом не превращает его в последний. Условия участия, порядок заключения и исполнения сделок, а также информированность о курсах, становятся на организованном междилерском внебиржевом рынке более определенными, и поэтому он во все возрастающей мере начинает привлекать внимание иностранных дилеров. Таким образом, интернационализация торговли ценными бумагами постепенно начинает расширяться и на внебиржевом рынке.

Указанный способ внебиржевой торговли оказался достаточно привлекательным не

только для развитых рынков ценных бумаг, но и для вновь возникших. В частности, в Украине при **Ассоциации торговцев ценными бумагами** в 1992 году также была создана компьютерная система торговли. Ее участниками являются исключительно торговцы ценными бумагами - члены Ассоциации (49).

Украинская система позволяет осуществлять компьютерное котиrowание ценных бумаг и совершать сделки по телефону на основе информации системы, а также заключать их в процессе непосредственно компьютерной торговли. Вместе с тем, в отличие, например, от Копенгагенской фондовой биржи, на которой электронная торговля ценными бумагами осуществляется в двух режимах - акцептном и сравнительно-зачетном, в украинской системе сделки могут осуществляться только в акцептном режиме.

Основными участниками компьютерной системы внебиржевой междилерской торговли ценными бумагами в Украине являются коммерческие банки, которые могут выступать как в качестве дилеров, так и в качестве брокеров.

### **Частно-дилерская система торговли ценными бумагами**

Под частно-дилерской системой торговли ценными бумагами обычно понимают такой сегмент внебиржевого рынка, когда дилер создает и обслуживает относительно самостоятельную компьютерную сеть, в рамках которой осуществляется котиrowание определенного количества ценных бумаг. Иногда такого рода системы также называют частно-проприетарными системами торговли ценными бумагами (private propriatory systems). Дилеры, создающие и обслуживающие такие системы, выполняют квази-биржевые функции. Они самостоятельно определяют, какие ценные бумаги будут котиrowаться в рамках их систем, по каким правилам будут заключаться сделки, кто будет допущен к торговле в рамках системы.

Одним из примеров такого рода систем является, например, Корпорация институциональной компьютерной сети (Institutional Networks Corporation or INSTINET).

Инстинет была зарегистрирована как брокерско-дилерская организация комиссией по ценным бумагам США в 1969 году (50). Однако услуги, предоставляемые корпорацией, выходили за пределы обычно оказываемых брокерами либо дилерами. Корпорация организовала и создала собственную компьютерную сеть, к пользованию которой были допущены ряд других брокерских и дилерских организаций, а также крупные институциональные инвесторы. Участники системы, включая саму корпорацию, посредством своих терминалов могут вводить в нее информацию относительно ценных бумаг, которые они хотели бы купить либо продать с указанием их количества и цен. Причем предложения могут касаться как ценных бумаг, которые котируются на фондовых биржах, так и ценных бумаг, находящихся в обращении на внебиржевом рынке.

Система, созданная корпорацией, позволяет не только информировать других участников о наличии заинтересованности в определенных ценных бумагах, но и осуществлять торговлю этими бумагами. Более того, система позволяет производить предварительные клиринговые операции. Окончательные клиринговые и расчетные действия производятся в других клирингово-расчетных учреждениях (51).

Котиrowка ценных бумаг в рамках системы Инстинет производится с учетом существующих котиrowок на фондовых биржах США, в рамках НАСДАК, Объединенной системы котиrowания (Consolidated Quotation System), а также получаемых по линии связи с системой ТОПИК (Topic), которая распространяет информацию о ценах на Лондонской международной фондовой бирже и существует при ней (52). Приобретаемая из указанных источников информация о ценах является ориентировочной, и участники Инстинет имеют возможность указывать свои условия, на которых они согласны заключать сделки друг с другом.

Корпорация поставляет участникам системы информационную продукцию различных видов, например, в форме перечня котиrowок, либо в виде Инстинетовской книги заказов, либо набора сведений о сделках и рыночной ситуации и так далее. Заказы, вводимые

участниками, размещаются в Книге заказов путем ранжирования их по цене, а при одинаковых ценах - по времени поступления. Для заключения сделок используется несколько режимов. Например, выбрав из Книги заказов определенное предложение, участник акцептирует его в электронном режиме, и система фиксирует сделку, сообщая об этом как на терминал продавца, так и на терминал покупателя.

Существует также режим "кроссировки". Он похож на сравнительный режим торговли тем, что сопоставляет предложения на продажу с предложениями на покупку определенных ценных бумаг. Однако он отличается от последнего тем, что такие предложения обычно не содержат указаний относительно цен, по которым участники желают приобрести либо продать ценные бумаги, и поэтому сделки заключаются по цене на момент закрытия главных рынков, например, Нью-Йоркской фондовой биржи либо НАСДАК, если они котируются на них.

Участниками Инстинет не могут быть розничные брокеры либо дилеры, то есть посредники, торгующие небольшими пакетами ценных бумаг. Система не имеет также счетов ценных бумаг либо депозитных счетов, обычно открываемых для участников. Не существует в ней ни специалистов, ни макет-мейкеров. В связи с указанными ограничениями, она отличается от систем внебиржевой междилерской торговли ценными бумагами.

Другим примером частно-дилерских систем внебиржевой торговли является японская компания по торговле облигациями "Нихон Сого Шокен" (Nihon Sogo Shoken) (53). Она специализируется, главным образом, на торговле государственными облигациями. Участники компьютерной системы, организованной Нихон Сого Шокен, получают на свои терминалы в режиме реального времени информацию о ценах компании на покупку и продажу определенных ценных бумаг. Те, кто согласен приобрести либо продать котируемые облигации, сообщают по телефону Компании об этом, и таким образом между ними заключаются сделки. Информация о сделках сразу же вводится в компьютерную систему и сообщается на терминалы всех участников. Отличительной чертой функционирования указанной частно-проприетарной системы является то, что Нихон Сого Шокен всегда является одной из сторон по совершаемым сделкам. В отношениях с покупателями она выступает в качестве продавца ценных бумаг, в отношениях с продавцами - покупателем. Кроме того, сделки не заключаются в электронном режиме и ценные бумаги котируются только самой компанией (54). Другие участники лишены возможности вводить в систему свои предложения относительно ценных бумаг и их курсов.

### **Внебиржевая торговля "via vendors"**

В предыдущей главе, когда речь шла о торговцах информацией (vendors), последние характеризовались как инфраструктурные участники рынка ценных бумаг. Наряду с этим, они представляют собой также относительно самостоятельную подсистему внебиржевой торговли ценными бумагами - систему "via vendors".

Данная система похожа на предыдущие две - организованную междилерскую и частно-проприетарную - тем, что функционирует на основе применения компьютерно-сетевых связей, и ее участники имеют в своих офисах терминалы, на которые поступает текущая информация о ценных бумагах и курсах. В ряде случаев вандоры предоставляют дилерам - участникам системы возможность вводить в нее свои предложения относительно покупки и продажи ценных бумаг.

Однако между ними существуют и некоторые отличия. Во-первых, системы "via vendors" скупают информацию о ценных бумагах и курсах с целью ее максимально возможного распространения за пределы фондовых бирж и двух вышеуказанных систем внебиржевой торговли. То есть они информируют о текущем состоянии рыночной торговли огромным количеством ценных бумаг, и при этом их сведения касаются не только отечественных, но и зарубежных рынков.

Во-вторых, системы "via vendors" обычно не создаются институтами-регуляторами типа ассоциаций дилеров, которые действуют на внебиржевом рынке. Они являются самостоятельными инфраструктурными участниками.

В-третьих, указанные системы не имеют юридического статуса брокерско-дилерской организации. Это означает, что они не являются также и частно-проприетарной системой, поскольку не выступают посредниками при заключении сделок и не производят собственную котировку ценных бумаг для своих клиентов. Системы "via vendors", главным образом, поставляют информацию о котируемых кем-то ценных бумагах.

В-четвертых, участие в системе "via vendors" обычно не содержит в себе каких-либо ограничений, как специализация на продаже или покупке конкретных ценных бумаг, способность в любой момент приобрести либо продать их, осуществление торговли только крупными пакетами ценных бумаг и так далее.

В-пятых, указанные системы, как правило, не осуществляют клирингово-расчетных операций.

Участниками вандеровской системы могут быть все, кто пожелает, в том числе и индивидуальные инвесторы, при условии наличия совместимых компьютерных средств и уплаты стоимости информационных услуг.

Обычно крупные торговцы ценными бумагами, такие как Рейтер или Телекурс, не просто ретранслируют приобретенную на фондовых биржах и внебиржевом рынке информацию, но и перерабатывают и поставляют ее в определенном виде. Это может быть, например, поставка различных комбинаций котировок, предоставление участникам возможности запрашивать централизованную базу данных системы относительно интересующих ценных бумаг и так далее. Торговцы информацией могут действовать как поставщики оптовой, так и розничной информации.

Дилеры, брокеры, институциональные инвесторы и даже индивидуальные, благодаря системе, имеют возможность составить общее представление о различных рынках ценных бумаг и их отдельных подсистемах. Получив интересующую информацию, участники системы могут заключать сделки с дилерами и брокерами, которые не являются участниками данной системы, если предложения о продаже и покупке последних занесены в систему. И в этом еще одно отличие внебиржевой системы "via vendors" от организованной междилерской и частно-проприетарной систем внебиржевой торговли ценными бумагами.

### **Система торговли "дилер - инвестор - дилер"**

Система торговли ценными бумагами типа "дилер - инвестор - дилер" является достаточно распространенным сегментом внебиржевого рынка. Если первые три системы ориентированы, главным образом, на торговлю, сторонами которой являются посредники - брокеры и дилеры, то данная система характеризуется тем, что сделки купли-продажи ценных бумаг в ней совершаются между дилерами и инвесторами.

Это является справедливым как для институциональных, так и для индивидуальных инвесторов независимо от количества продаваемых и приобретаемых ценных бумаг.

Структура взаимосвязей указанной системы не случайно начинается с элемента "дилер". В большинстве случаев именно у дилеров концентрируются крупные пакеты ценных бумаг, приобретаемых в порядке размещения. То есть они часто являются конечным звеном выпуска ценных бумаг и начальным - в их обращении. Приобретая выпущенные ценные бумаги, дилеры затем "делают" для них рынок - продают инвесторам по определенной цене.

С другой стороны, структура системы также не случайно и заканчивается элементом "дилер", поскольку эти участники внебиржевого рынка ценных бумаг в большинстве случаев специализируются на торговле определенными видами ценных бумаг.

Одной из наиболее важных функций дилеров является создание ликвидности для ценных бумаг, однако эта функция не может быть успешно выполнена, если дилеры будут их только продавать. Успешное решение задачи требует того, чтобы дилеры торговали ценными

бумагами, то есть не только продавали, но и покупали. Это означает, что инвесторы в любой момент имеют возможность продать имеющиеся у них ценные бумаги дилерам, специализирующимся на торговле ими, по цене, которую те готовы заплатить. Одновременно это также означает что дилер в любой момент готов приобрести ценные бумаги по предложенной им цене у одних инвесторов и предложить их к продаже другим - по другой.

Таким образом, структура взаимосвязей системы "дилер - инвестор - дилер" может иметь также следующий вид: "дилер – инвестор<sub>1</sub>, - дилер", "дилер – инвестор<sub>2</sub>, - дилер" и так далее. Это предполагает, что "инвестор<sub>1</sub>" приобретает у "дилера" ценные бумаги, проданные последнему предыдущим инвестором, а "инвестор<sub>2</sub>" приобретает ценные бумаги у "дилера", приобретенные им у "инвестора<sub>1</sub>" и так далее.

### **Внебиржевая торговля типа "эмитент - инвестор - эмитент"**

Система внебиржевой торговли ценными бумагами типа "эмитент - инвестор - эмитент" может иметь позитивное и негативное значение. Все зависит от того, какой субъект предпринимательской деятельности выступает в роли эмитента. Если это инвестиционный фонд открытого типа, то существование системы является естественным и рассматривается позитивно, сколько бы взаимосвязь "эмитент - инвестор - эмитент" ни повторялась и ни приобретала вид "эмитент – инвестор<sub>1</sub> - эмитент", "эмитент – инвестор<sub>2</sub> - эмитент", то есть вид перепродажи эмитентом своих ценных бумаг другим инвесторам по новой цене.

Однако если в качестве эмитента выступает обычная промышленная либо коммерческая компания, то создание ликвидности и рынка своим ценным бумагам посредством постоянного их выкупа у инвесторов и последующей продажи обычно рассматривается как признак недостаточной развитости внебиржевого посреднического рынка. Развитые рынки ценных бумаг предполагают наличие развитых посреднических отношений по поводу ценных бумаг, коль скоро благодаря им обеспечивается ликвидность ценных бумаг, выпущенных эмитентами.

В рамках системы "эмитент - инвестор - эмитент" эмитенты фактически выполняют не свойственные им дилерские функции и в сущности являются макет-мейкерами собственных ценных бумаг. Вместе с тем, они не являются ни первыми, ни вторыми, потому что являются эмитентами, хотя и котируют собственные ценные бумаги.

Указанная система внебиржевой торговли (при условии, что речь идет не об инвестиционных фондах открытого типа) имеет место на некоторых вновь возникших рынках, включая украинский. Становление рыночных отношений представляет собой относительно длительный процесс, поэтому обещания эмитентов об обязательном выкупе своих ценных бумаг по первому требованию инвесторов может быть целесообразно иногда рассматривать не как отрицательную черту рынка ценных бумаг, а как меру, направленную на создание доверия у потенциальных инвесторов к конкретным ценным бумагам и рынку вообще.

### **Система типа инвестор - инвестор**

Система внебиржевой торговли ценными бумагами "инвестор - инвестор" занимает, обычно, наиболее ограниченное место на внебиржевом рынке, и тем не менее она существует.

Это является справедливым как для развитых и развивающихся рынков, так и для вновь возникших. Особенность данной системы заключается в том, что участникам сделок купли-продажи выступают инвесторы, непосредственно вступающие в отношения между собой. Одни из них являются продавцами, другие - покупателями.

Инвесторы самостоятельно договариваются об условиях сделки. Обычно участниками таких сделок являются институциональные инвесторы, которые торгуют крупными пакетами ценных бумаг. Систему торговли типа "инвестор - инвестор" нельзя рассматривать в качестве отрицательного явления на внебиржевом рынке. Ее участники, продавая и покупая

ценные бумаги друг у друга, стремятся сэкономить на комиссионных, которые обычно выплачиваются брокерам в случаях, когда инвесторы прибегают к их услугам.

Стремление инвесторов торговать друг с другом может возникнуть вследствие различных причин. Например, брокерские услуги могут быть очень дорогими, может существовать подозрение относительно того, что брокеры предоставляют посреднические услуги некачественно, либо когда обе стороны хорошо знают друг друга, то это ускоряет процесс совершения сделок и ряд других.

Существование сегмента "инвестор - инвестор" на внебиржевом рынке ценных бумаг оказывает определенное влияние на посреднические отношения. Посредники, когда от них уходят клиенты, начинают работать более качественно, снижают стоимость своих услуг и так далее.

Указанный сегмент может существовать при условии, что инвесторы, желающие продать ценные бумаги, могут достаточно быстро и легко находить инвесторов, желающих приобрести такие ценные бумаги, и если у сторон имеется возможность договариваться о количестве ценных бумаг, их цене, а также порядке поставки и платежей. Когда же благоприятные условия отсутствуют, тогда инвесторы обычно предпочитают пользоваться услугами брокеров или дилеров.

Таким образом, наличие множества подсистем в системе внебиржевой торговли ценными бумагами показывает, что указанная система представляет собой достаточно сложные и разнообразные взаимосвязи по поводу ценных бумаг. Подсистемы различаются по типам таким образом, что на одном полюсе находится строго организованный сегмент торговли, главными участниками которой являются посредники, а на другом - сегмент, в котором посреднические отношения отсутствуют вообще.

Внебиржевой рынок также представляет собой подсистему рынка ценных бумаг, которая существует наряду с фондовыми биржами (биржевым рынком).

Развитие компьютерных технологий накопления, обработки и передачи информации создали предпосылки к тому, что на рынке ценных бумаг начали возникать отношения, имеющие конвергентный характер. То есть фондовые биржи начали вводить неофициальные режимы котирования ценных бумаг, а внебиржевой рынок все в большей мере начинает приобретать черты определенности и организованности.

## **ГЛАВА 5.ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ**

Правовое регулирование представляет собой важную составную часть рыночного взаимодействия с ценными бумагами, то есть рынка ценных бумаг. В житейском понимании оно представляет собой как бы определенные "правила игры", которые устанавливаются для того, чтобы упорядочить рыночные отношения, поведение участников этих отношений, а также защитить интересы последних. В научном контексте под правовым регулированием обычно понимают совокупность взаимосвязанных процессов установления норм поведения, их применение, решение споров, возникающих в результате применения, а также привлечение к ответственности в случае совершения кем-либо из участников рынка ценных бумаг правонарушений.

О каком бы понимании правового регулирования не шла речь, два обстоятельства являются неоспоримыми: указанное регулирование представляет собой неотъемлемую часть рынка ценных бумаг, и существование такого регулирования имеет позитивное значение для рыночных отношений.

Коль скоро последние по форме часто представляют собой определенные действия, совершаемые участниками друг по отношению к другу, то естественным является то, что такие действия должны и могут совершаться определенным образом и в определенных рамках. Способы действия и рамки, в пределах которых указанные действия могут совершаться, обычно определяются правовыми нормами. Таким образом, в действиях участников рынка ценных бумаг практически всегда "присутствуют" нормы права,

поскольку в жизни невозможно оторвать саму деятельность от способов ее осуществления.

С другой стороны, наличие определенности в поведении участников рынка ценных бумаг создает основу для возникновения стабильности во взаимоотношениях между ними. Каждый участник в этом случае знает, что он может делать, и что могут делать другие. То есть право укрепляет систему взаимоотношений, без которой вряд ли возможно существование рыночного взаимодействия по поводу ценных бумаг. В силу этого правовое регулирование имеет не только утилитарную, но и общекультурную полезность.

Будучи неотъемлемой составной частью рынка ценных бумаг, право представляет собой также достаточно сложную систему регулирования рыночных отношений. Наиболее важными ее подсистемами соответственно являются: международно-правовое, государственно-правовое и институционно-правовое регулирование.

Как и в предыдущих главах термин "подсистемы" в данном случае применяется для того, чтобы показать, что в более широкой системе существуют другие - менее широкие системы. В свою очередь последние состоят из еще меньших систем и так далее. Для того, чтобы лучше пронаблюдать, что собой представляет и каким образом осуществляется системно-правовое регулирование рынка ценных бумаг, рассмотрим каждую из вышеперечисленных систем.

#### ♦ МЕЖДУНАРОДНО-ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

**Международно-правовое регулирование** рынков ценных бумаг осуществляется в основном двумя способами: **в рамках отдельных международных договоров и в рамках международных организаций.** В первом случае два или несколько государств договариваются о режиме допуска и обращения ценных бумаг друг друга на своих территориях путем заключения отдельных договоров между ними. Во втором международно-правовое регулирование представляет собой регулирование поведения участников рынка ценных бумаг, устанавливаемое в масштабах конкретной международной организации.

В практике международно-правового регулирования встречаются также случаи, когда отдельные аспекты рынков ценных бумаг регулируются договорами, одной стороной в которых выступают государства а другой - международные организации. Например, в сентябре 1991 года между США и Европейским Сообществом (с января 1994 года именуемым Европейским Союзом) было подписано соглашение о сотрудничестве в области регулирования рынков ценных бумаг (1).

Среди всех форм международно-правового регулирования рынков ценных бумаг наибольший интерес вызывает регулирование, осуществляемое в рамках **Европейского Союза (European Union) и Международной организации комиссий по ценным бумагам (International Organization of Securities Commissions - IOSCO).** В настоящее время как такового единого рынка ценных бумаг в рамках Европейского Союза не существует; в каждой стране-участнице имеется национальный рынок и регулируется он, главным образом, национальным законодательством. Согласно условиям участия в данной международной организации, нормативно-правовые акты руководящих органов ЕС, и в частности Совета ЕС, для того, чтобы быть обязательными на территории государства-участника, должны быть имплементированы этим государством. Это означает, что государство должно либо создавать новый законодательный акт, в котором были бы отражены положения документа ЕС, либо внести в действующее законодательство соответствующие изменения, отразив в нем нормы Европейского Союза.

Главными правовыми документами данной международной организации, которые регулируют взаимодействие в сфере ценных бумаг, являются Директивы Совета ЕС (Council Directives).

До 1994 года Советом, в частности, были приняты следующие директивы:

- директива № 79/279, касающаяся минимальных требований к ценным бумагам при

допуске их к котированию на национальных фондовых биржах, а также определяющая обязанности эмитентов публиковать ежегодные отчеты о результатах хозяйственной деятельности и финансовом состоянии;

- директива № 80/390, регулирующая порядок представления эмитентами проспектов о выпуске ценных бумаг при допуске их к котированию на фондовых биржах стран-участниц;

- директива № 82/211, устанавливающая обязанность эмитентов, ценные бумаги которых котируются на фондовых биржах стран-участниц, публиковать полугодовые отчеты о своем хозяйственном и финансовом положении в дополнение к годовым отчетам;

- директива № 85/611, регулирующая порядок создания и деятельности предприятий коллективного инвестирования (инвестиционных фондов и инвестиционных компаний);

- директива № 87/345, которая внесла поправки в директиву № 80/390, указав, что проспекты о выпуске ценных бумаг, публикуемые в связи с допуском к котированию на национальной фондовой бирже, если они зарегистрированы, должны признаваться также и в других странах-участницах;

- директива № 88/627, устанавливающая обязанность инвесторов и эмитентов сообщать об изменениях во владении существенными и контрольными пакетами ценных бумаг, дающих право голоса;

- директива № 89/592, провозглашающая запрет на торговлю ценными бумагами лицами, владеющими инсайдерской информацией, то есть информацией, не опубликованной для всех других инвесторов;

- директива № 89/298, требующая, чтобы эмитенты, ценные бумаги которых выпускаются в свободное обращение, публиковали проспекты о выпуске ценных бумаг;

- директива № 90/211, устанавливающая, что проспекты о выпуске ценных бумаг, где бы они не обращались - на биржевом или внебиржевом рынке, - если они зарегистрированы компетентным государственным органом одной страны, должны быть признаны в других странах при условии, что прошло не более 3-х месяцев со дня их опубликования в своей стране;

- директива № 93/22, регулирующая порядок осуществления инвестиционной деятельности в сфере ценных бумаг.

Анализ содержания вышеупомянутых директив показывает, что эволюционное развитие сотрудничества в рамках Европейского Сообщества в конце 1970-х - начале 1990-х годов происходило в направлении от постепенного укрепления отдельных взаимосвязей к интеграции взаимодействия в целом на рынке ценных бумаг. Это отчетливо можно видеть на примере эволюции принципов международно-правового регулирования, закрепленных в текстах директив. Основными из них являются: принцип гармонизации минимальных стандартов, принцип взаимного признания, принцип унификации норм, а также принцип координации деятельности национальных комиссий по ценным бумагам.

**Принцип гармонизации минимальных стандартов впервые был** закреплен в директиве № 79/279, которая регулирует отдельные наиболее важные аспекты допуска ценных бумаг к котированию на фондовых биржах, действующих в ЕС. Данный нормативно-правовой акт устанавливает минимальные требования, которым должны удовлетворять акции и долговые ценные бумаги, допускаемые к обращению на фондовой бирже.

Указанные требования изложены соответственно в приложениях "А" и "В". Кроме требований, касающихся допуска ценных бумаг к котированию на фондовых биржах, директива также закрепляет требования, предъявляемые к ежегодным отчетам эмитентов о хозяйственной деятельности и финансовом положении. Последние перечислены в приложениях "С" - для акций и "Д" - для долговых ценных бумаг (2).

Как первый (касающийся допуска), так и второй (касающийся ежегодных отчетов) виды стандартов представляют собой минимальные стандарты в том смысле, что странам-участникам разрешалось устанавливать более высокие требования по сравнению с теми, которые изложены в директиве. Однако введение более высоких стандартов должно было

осуществляться на недискриминационной основе, то есть более высокие требования к допуску и отчетам должны были предъявляться ко всем эмитентам в одинаковой мере - как отечественным, так и иностранным. С другой стороны, на каждой фондовой бирже, действующей на территории ЕС, существуют свои требования относительно допуска и объемов ежегодной информации, которую эмитенты должны публиковать для инвесторов. В чем-то они являются похожими, в чем-то различаются. Таким образом, смысл данного принципа международно-правового регулирования заключается в следующем. Во-первых, он признает существование национальных стандартов допуска ценных бумаг к обращению на фондовых биржах, а также ежегодной отчетности эмитентов перед инвесторами. Во-вторых, он определяет минимальные требования, которые, с точки зрения защиты интересов инвесторов, являются достаточными, однако странам-участницам предоставлено право на установление более жестких требований. Оба указанных выше фактора содействуют гармонизации международного сотрудничества. Отсюда и название принципа - принцип гармонизации минимальных стандартов.

Директива № 79/279 была впоследствии несколько изменена директивой № 82/148. Однако в целом в конце 1970-х - начале 1980-х годов указанный принцип оставался основным принципом сотрудничества в сфере ценных бумаг в рамках Европейского Сообщества.

Следующий этап эволюционного развития отношений в данной сфере приходится на середину 1980-х годов. Основы сотрудничества, возникшие в предыдущий период, создавали условия для дальнейшего углубления взаимосвязей. Однако возведение здания на указанном фундаменте требовало применения новых правовых принципов. Такими принципами стали принципы взаимного признания и унификации стандартов (3).

**Принцип взаимного признания** был закреплен в директиве № 87/ 345. Его суть заключается в том, что проспекты выпусков ценных бумаг, опубликованные в связи с допуском их к обращению на фондовой бирже в одной стране, если они зарегистрированы в комиссии по ценным бумагам этой страны, подлежали признанию и в других странах-участницах. То есть эмитенты могут использовать один и тот же проспект в других странах-участницах при подаче заявления о допуске ценных бумаг к обращению на фондовых биржах этих стран. Указанное может иметь место при условии, что между допуском ценных бумаг на отечественную биржу и допуском их на зарубежные биржи прошло незначительное количество времени. Указанные проспекты, если они используются, должны быть переведены на официальный язык другой страны-участницы.

Таким образом, в сущности данный принцип означает согласие фондовых бирж и комиссий по ценным бумагам стран-участниц признавать регистрирующие действия друг друга (4).

**Принцип унификации стандартов** закреплен в директиве № 85/ 611, регулирующей порядок создания и функционирования предприятий по коллективному инвестированию. В частности, преамбула данного международно-правового документа гласит о том, что поскольку национальные законодательные акты регулируют деятельность инвестиционных фондов и инвестиционных компаний в разных странах-участницах по-разному, то в интересах защиты прав инвесторов было бы целесообразно ввести одинаковые стандарты государственно-правового регулирования (5).

В связи с этим одной из целей Директивы является введение "общих основных правил, касающихся регистрации, надзора, структуры и деятельности предприятий по коллективному инвестированию в государствах-участниках, а также информации, которую они должны публиковать" (6). Введение единых стандартов рассматривается странами-участницами в качестве гарантии того, что определенные отношения на рынке ценных бумаг будут регулироваться одинаково во всех странах и что к участникам этих отношений не будут предъявляться в других странах какие-либо иные требования, чем те, которые предъявляются к ним в их собственной стране.

Принцип унификации стандартов также содержится в директиве № 88/627, регулирующей порядок публикации информации об изменениях в правах собственности на значительные пакеты акций, котирующихся на фондовых биржах. В преамбуле данной директивы утверждается, что надлежащая информированность инвесторов относительно прав собственности на существенные или крупные пакеты акций является одним из средств защиты их интересов, а также повышения доверия к рынку ценных бумаг (7). В связи с этим она устанавливает общие для всех стран-участниц нормы, которые обязывают индивидуальных и институциональных акционеров сообщать эмитентам и комиссиям по ценным бумагам о наличии у них в собственности таких пакетов либо об изменениях в этих правах.

В частности, согласно статье 1, эмитент, акции которого котируются на фондовой бирже, обязан информировать общественность об изменениях в составе акционеров, которым принадлежат крупные пакеты акций, сразу же, как только им об этом станет известно. Компании, акции которых не котируются на фондовых биржах, обязаны информировать общественность в течение девяти календарных дней.

В тех случаях, когда эмитентом выпущены акции на предъявителя, обязанность делать публичное заявление о приобретении либо продаже крупных пакетов акций возлагается не на эмитента, а на инвесторов, которые приобретают либо продают такие пакеты.

В частности, любое физическое или юридическое лицо, которое становится собственником пакета акций в размере 10%, 20%, 1/3, 50 % и 2/3 уставного фонда эмитента, обязано в течение 7 дней сообщить об этом эмитенту и комиссии по ценным бумагам. Семидневный срок начинается с дня, когда данный индивидуальный или институциональный инвестор узнал о том, что он стал собственником указанных пакетов акций, либо когда он должен был в силу сложившихся обстоятельств узнать об этом. Указанная директива также устанавливает, что в случаях, когда вышеуказанные требования не выполняются, однако акционеры владеют 10 и более процентами голосов, они обязаны объявить об этом на ежегодном собрании акционеров и одновременно поставить в известность комиссию по ценным бумагам.

Акционер также должен сделать вышеупомянутое заявление компании и комиссии по ценным бумагам, если: а) другие инвесторы владеют правами голоса от имени данного акционера; б) право голоса принадлежит предприятию, которое контролируется данным акционером; в) правом голоса владеет третье лицо, с которым данный акционер заключил письменное соглашение, в силу которого обе стороны проводят совместную политику в отношении руководящих органов эмитента; г) правом голоса владеет третье лицо, с которым данный акционер либо контролируемое им предприятие заключило письменное соглашение, предусматривающее временную передачу акционерам указанного права этому третьему лицу; д) право голоса передается данным акционером вместе с акциями залогодержателю, кроме случаев, когда акционер-залогодатель заявит о том, что право голоса на заложенные акции остаются у него и не передаются залогодержателю; е) право голоса передано данному акционеру в силу договора-поручения, и при этом поручитель не дает акционеру каких-либо инструкций по поводу того, каким образом следует использовать переданное право голоса, а также некоторые другие случаи (8).

Вместе с тем директива № 88/267 предоставляет государствам-участникам право на установление исключений. Например, это касается дилеров, специализирующихся на купле и продаже конкретных акций. Действие директивы также не распространяется на инвестиционные сертификаты, выпускаемые предприятиями по коллективному инвестированию.

В конце 1980-х - начале 1990-х годов сотрудничество в рамках ЕС продолжало осуществляться, главным образом, на основе принципов взаимного признания и унификации стандартов, однако в интересах его дальнейшего развития начал также активно использоваться принцип координации деятельности национальных комиссии по ценным

бумагам. Сочетание перечисленных выше международно-правовых принципов отчетливо наблюдается, например, в директиве № 89/298, посвященной публикации проспектов о выпусках ценных бумаг (9). Данная директива расширила сферу правового регулирования в области ценных бумаг.

В предыдущие периоды директивы регулировали конкретные аспекты обращения ценных бумаг осуществляемого, главным образом, на фондовых биржах; в рассматриваемый период нормативно-правовое регулирование стало затрагивать также и внебиржевой рынок (10).

В частности, в директиве № 89/298 отмечается, что инвестирование в ценные бумаги, как и инвестирование в другие объекты, всегда сопряжено с определенным риском. Одним из средств защиты интересов является предоставление им информации об эмитенте и его ценных бумагах, на основе которой инвесторы могли бы принимать инвестиционные решения. Открытая публикация информации об эмитентах и выпускаемых ими ценных бумагах выполняет также ряд других функций, например, функцию средства повышения доверия к рынку ценных бумаг и функцию средства прогрессивного развития последнего. Учитывая это, директива устанавливает общие стандарты, касающиеся составления и публикации проспектов о выпусках ценных бумаг независимо от того, где они будут находиться в обращении - на биржевом или внебиржевом рынках.

Согласно директиве, любому выпуску ценных бумаг в свободное обращение, если он осуществляется впервые, должно предшествовать опубликование соответствующего проспекта. Вместе с тем в случаях, когда эмитент опубликует проспект эмиссии ценных бумаг, однако осуществляет их частичный выпуск, то при выпуске оставшейся части публиковать новый проспект он не обязан.

Изложенная выше норма представляет собой общее правило для стран-участниц ЕС, однако директива также определяет ряд случаев, к которым данное правило не применяется. Исключение, например, составляют следующие случаи: ценные бумаги размещаются среди лиц, которым эмитент известен как партнер по торговле, либо эти лица являются профессиональными участниками рынка ценных бумаг (то есть дилерами); размещение ценных бумаг производится среди ограниченного круга инвесторов; общая эмиссионная цена выпускаемых ценных бумаг не превышает 40000 (сорока тысяч) ЭКЮ; ценные бумаги представляют собой инвестиционные сертификаты открытых инвестиционных фондов; облигации выпускаются государственными или муниципальными органами либо международными организациями, участницей которых является страна, в которой производится их выпуск; акции выпускаются в связи со слиянием и бесплатно размещаются среди акционеров либо размещаются среди работников и служащих эмитента; акции выпускаются в целях конвертации долговых ценных бумаг, ранее выпущенных эмитентом; или приобретаются в связи с реализацией льготных прав на подписку; выпуски еврооблигаций и ряд других случаев.

Под еврооблигациями директива понимает ценные бумаги, подписку и размещение которых осуществляет синдикат посредников, по крайней мере двое из которых зарегистрированы в разных странах-участницах ЕС; значительная часть которых размещается в одной или нескольких странах, кроме той, в которой зарегистрирован эмитент; подписка на которые либо первоначальное приобретение которых может быть осуществлено только при посредничестве кредитного или иного финансового учреждения (11).

Принцип унификации стандартов в тексте данной директивы закреплен в следующих нормах: а) государства-участники ЕС должны обеспечить, чтобы эмитенты, выпускающие ценные бумаги в открытое обращение, всегда публиковали проспекты эмиссии, и чтобы эти проспекты были опубликованы до того, как ценные бумаги будут выпущены; б) проспекты эмиссии ценных бумаг предварительно должны быть представлены в комиссию по ценным бумагам; в) проспекты выпусков ценных бумаг, которые будут котироваться на фондовой бирже, должны содержать сведения, указанные в соответствующих директивах ЕС (12); г)

проспекты выпусков ценных бумаг, которые будут находиться в обращении на внебиржевом рынке, должны содержать информацию о составителях проспекта, заверения составителей в том, что сведения, изложенные в проспекте, являются объективными, типе выпускаемых ценных бумаг и условиях выпуска, сведения об эмитенте (название, местонахождение офиса, дату образования, по законодательству какой страны создан и так далее), об основных направлениях хозяйственной деятельности эмитента, его балансе, показателях прибылей и убытков и ряд других.

Принцип взаимного признания закреплён в норме директивы, предоставляющей странам-участницам право на признание проспектов в случаях, когда ценные бумаги выпускаются эмитентом в нескольких странах одновременно либо с небольшим разрывом во времени по отношению к выпуску в своей собственной стране. Эмитенты в этих случаях обязаны публиковать переводы своих проспектов и направлять их в соответствующие комиссии по ценным бумагам.

**Принцип координации деятельности комиссий по ценным бумагам** также закреплён в ряде норм директивы. Например, директива прямо устанавливает, чтобы они сотрудничали друг с другом и в случае необходимости осуществляли обмен любой информацией, запрашиваемой в интересах такого сотрудничества. При рассмотрении проспекта выпуска ценных бумаг, который предоставляется эмитентом другой страны, комиссия по ценным бумагам обязана уведомить об этом страну эмитента и принять соответствующее решение после проведения консультаций с последней.

Эволюция международно-правового регулирования рынков ценных бумаг в рамках ЕС в этот период характеризовалась не только тем, что наряду с существующими принципами начали возникать новые и начала расширяться сфера нормативно-правового регулирования, но и тем, что происходило внутреннее развитие каждого из принципов и вследствие этого в ряде случаев один принцип превращался в другой. Например, в тексте директивы № 90/211 закреплёно развитие принципа взаимного признания и превращения его в принцип унификации стандартов.

Согласно ее положениям, эмитенту предоставлено право на признание его проспекта в другой стране-участнице без обращения в комиссию по ценным бумагам этой страны, если между подачей ходатайства о допуске к котированию на фондовой бирже данной страны и выпуском ценных бумаг в своей стране прошло не более трех месяцев (13). Ранее такой проект предоставлялся комиссии по ценным бумагам другой страны для соответствующего признания. Упрощение взаимодействия в данном конкретном случае представляет собой установление нового и единого для всех стран-участниц стандарта.

Тенденция усиления интеграции рынков ценных бумаг стала еще более отчетливо проявляться с принятием в 1993 году директивы № 93/22, которая заложила фундамент для создания единого рынка ценных бумаг в рамках ЕС (14).

Она должна быть имплементирована государствами-участниками к 1 января 1996 года, и воплощение ее в жизнь приведет к радикальным изменениям в сфере обращения ценных бумаг не только на биржевом, но и на внебиржевом рынках. Компании, которые осуществляют инвестиционную деятельность в своей собственной стране, начиная с 1996 года, получают возможность беспрепятственно осуществлять ее на всей территории ЕС. Такую деятельность можно будет проводить как путем создания в других странах дочерних предприятий или филиалов, так и путем оказания инвестиционных услуг в других странах непосредственно из головного офиса, находящегося в собственной стране. При этом компании не нужно будет запрашивать согласие комиссий по ценным бумагам в других странах, достаточно будет регистрации в комиссии по ценным бумагам в своей собственной стране.

Признание регистрации в других странах представляет собой принцип взаимного признания. Установление нормы, согласно которой компания должны быть зарегистрирована лишь один раз и при этом - в своей собственной стране является провозглашением принципа унификации стандартов.

Однако наряду с изложенным, была введена и еще одна норма, согласно которой контроль за осуществлением деятельности такой компании и на своей территории, и на территории других стран должен осуществляться комиссией по ценным бумагам, зарегистрировавшей данную компанию. В сущности, это представляет собой интеграцию вышеуказанных принципов в новый принцип международно-правового сотрудничества в этой сфере - принцип координации действий национальных комиссий по ценным бумагам.

Развитие принципов сотрудничества от простых к более сложным способствовало усилению интеграционных процессов в сфере ценных бумаг в рамках ЕС. Вместе с тем оно закономерно привела к необходимости решения проблемы перехода от принципа координации действий комиссий по ценным бумагам к принципу их унификации. В ряде случаев вносятся предложения относительно создания единой комиссии по ценным бумагам Европейского Союза (15).

Директива № 93/22 имеет большое значение для упорядочения рыночных отношений с ценными бумагами в рамках ЕС. В ней указывается, что страны-участницы не только провозглашают принцип свободы осуществления инвестиционной деятельности в сфере в рамках организации, но и создают механизм, позволяющий реализовать этот принцип. Наиболее важными элементами такого механизма являются: установление режима государственной регистрации компаний, занимающихся инвестиционной деятельностью; обеспечение достаточного и эффективного контроля со стороны комиссий по ценным бумагам: за поведением компаний, которые ими были зарегистрированы, причем такой контроль должен распространяться на территорию всех стран-участниц; наличие у национальных комиссий по ценным бумагам процедур, по которым разрешения на осуществление инвестиционной деятельности могут быть приостановлены либо отозваны этими же комиссиями с извещением об этом комиссий других стран; введение с целью защиты интересов инвесторов требования того, чтобы орган управления зарегистрированной компании состоял как минимум из двух человек; использование единой терминологии; установление стандартов, касающихся финансового состояния зарегистрированных компаний; введение запрета на осуществление дискриминационных мер в отношении компаний, зарегистрированных в других странах-участницах; обеспечение компаниям, торгующим ценными бумагами на одной фондовой бирже, свободного допуска к торговле на любой другой или всех фондовых биржах, действующих в рамках Европейского Союза; установление тесного сотрудничества между национальными комиссиями по ценным бумагам в области контроля за действиями зарегистрированных компаний и ряд других (16).

Директива № 93/22 представляет собой очередное звено в цепи международно-правового регулирования рынков ценных бумаг в рамках ЕС. Она дополняет ранее выпущенные директивы и вместе с тем органично вписывается в существующий праворегулятивный процесс, придавая ему определенную направленность. Способность международно-правового регулирования к саморазвитию на последовательной основе свидетельствует о наличии такого регулирования концептуального характера.

Не менее важным является также упорядочение взаимодействия в сфере ценных бумаг в рамках **Международной организации комиссий по ценным бумагам (ИОСКО)**. Указанная организация была создана в 1974 году с целью стимулирования сотрудничества между комиссиями по ценным бумагам стран Северной и Южной Америки. Однако в 1984 году она из региональной международной организации превратилась во всемирную международную организацию, и в начале 1990-х годов ее участниками были комиссии по ценным бумагам около 100 стран различных континентов (17).

Основными задачами ИОСКО являются: налаживание сотрудничества между комиссиями по ценным бумагам в целях обеспечения более эффективного государственного регулирования национальных рынков ценных бумаг, обмен информацией об опыте государственно-правового регулирования и на этой основе превращение менее совершенных регулятивных систем в более совершенные; объединение усилий в области создания единых стандартов поведения на рынках ценных бумаг и осуществления государственного надзора

за международными сделками с ценными бумагами; оказание взаимной помощи в целях обеспечения единства и неразрушимости рынков ценных бумаг и борьбы с правонарушениями (18).

Развитие международно-правового регулирования в рамках ИОСКО, как и в случае с Европейским Союзом, происходило в несколько этапов. В 1986 году исполнительным комитетом была принята резолюция, обязывающая национальные комиссии по ценным бумагам оказывать взаимопомощь в рамках организации в области защиты прав инвесторов и контроля за деятельностью как посредников, торгующих ценными бумагами, так и посредников, продающих и покупающих фьючерские контракты.

Следующим шагом в развитии международного сотрудничества явилось создание в 1987 году технического комитета ИОСКО. Основными задачами указанного комитета являются: изучение проблем, возникающих в области правового регулирования национальных рынков ценных бумаг и фьючерсов; обобщение результатов и составление обзоров; разработка предложений о мерах, которые позволили бы в кратчайшие сроки решать указанные проблемы. Данный комитет состоит мощь в рамках организации в области защиты прав инвесторов и контроля за деятельностью как посредников, торгующих ценными бумагами, так и посредников, продающих и покупающих фьючерские контракты.

Следующим шагом в развитии международного сотрудничества явилось создание в 1987 году технического комитета ИОСКО. Основными задачами указанного комитета являются: изучение проблем, возникающих в области правового регулирования национальных рынков ценных бумаг и фьючерсов; обобщение результатов и составление обзоров; разработка предложений о мерах, которые позволили бы в кратчайшие сроки решать указанные проблемы. Данный комитет состоит из представителей высших руководящих органов комиссий по ценным бумагам наиболее развитых стран. Он изучает международные стандарты составления отчетов о деятельности, ведения бухгалтерских учетов, регулирования вторичных рынков ценных бумаг и фьючерсов, регулирования посреднической деятельности, а также механизмы обеспечения соблюдения правовых норм и обмена информацией.

В 1989 году в рамках ИОСКО был образован еще один постоянно действующий орган - комитет по развитию. Основной задачей данного комитета является изучение проблем, которые возникают на вновь созданных рынках ценных бумаг.

Комитет по развитию отвечает за разработку мер по стимулированию развития рынков и деятельности клиринговых и расчетных систем, определяет характер влияния процессов интернационализации на государственное регулирование вновь возникающих рынков ценных бумаг, разрабатывает предложения, касающиеся применения минимальных стандартов информированности участников рыночных отношений (19).

## ♦ ГОСУДАРСТВЕННО-ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

Под **государственно-правовым регулированием** рынка ценных бумаг понимается регулирование рыночных отношений по поводу ценных бумаг, осуществляемое в пределах компетенции уполномоченными государственными органами определенной страны путем издания нормативно-правовых актов, применения их, установления контроля за соблюдением норм этих актов всеми участниками рынка, включая государство.

Основными элементами государственно-правового регулирования являются следующие:

1) оно осуществляется исключительно государственными органами, уполномоченными упорядочивать отношения с ценными бумагами;

2) указанные органы осуществляют регулятивные полномочия в пределах компетенции, которая обычно закрепляется в соответствующем законе либо подзаконном акте;

3) регулирование рынка ценных бумаг осуществляется в виде выполнения таких

видов регулятивных действий, как издание нормативных актов, применение их, осуществление контроля за их соблюдением и обеспечение соблюдения последних.

Государственно-правовое регулирование представляет собой сложную и неотъемлемую часть рынка ценных бумаг. Выпуск, обращение, переход из собственности одних инвесторов в собственность других, использование в качестве средства обеспечения обязательств и многие другие отношения, складывающиеся в связи с ценными бумагами, могут из собственности одних инвесторов в собственность других, использование в качестве средства обеспечения обязательств и многие другие отношения, складывающиеся в связи с ценными бумагами, могут возникать и осуществляться при наличии норм, закрепляющих взаимные права и обязанности участников этих отношений. Без знания взаимных прав и обязанностей вряд ли возможно заключить хоть какую-нибудь сделку по поводу ценных бумаг. В каждом действии и поступке на указанном рынке "молчаливо" присутствуют нормы права, а в случаях, когда между участниками рыночных отношений возникают разногласия, элементы государственно-правового регулирования могут приобретать далеко "не молчаливый" характер.

Указанное регулирование является важной подсистемой общей системы правового регулирования (наряду с подсистемами международно-правового и институционно-правового регулирования) и в то же время оно представляет собой систему, состоящую из более мелких подсистем. К последним, в частности, относятся подсистемы регулирования, которые осуществляются законодательной и государственной исполнительной властью, органами, подчиненными законодательной власти, но не относящимися к органам исполнительной, а также судебной властью.

Наиболее важной из них является подсистема регулирования, осуществляемого органами законодательной власти. Указанная власть обычно рассматривается как высшая по отношению к другим государственным властям. Это означает, что нормативные акты, которые принимаются ею, имеют высшую юридическую силу по сравнению с нормативными актами других государственных органов. Определение меры юридической силы имеет важное значение для правовой оценки нормативных актов, особенно в случаях, когда между ними возникают противоречия.

Система государственно-правового регулирования рынка ценных бумаг является иерархической системой, то есть такой, в которой взаимосвязи между составляющими ее подсистемами имеют иерархический (субординационный) характер (20). То есть подзаконные акты должны соответствовать законам и не нарушать их; судебные решения не должны противоречить существующим законам и подзаконным актам.

Государственно-правовое регулирование в сфере ценных бумаг имеет предельный характер. Это означает, что его нормы не могут и обычно не охватывают своим действием все аспекты рыночного взаимодействия с ценными бумагами, в связи с чем достаточно большая часть рыночных отношений остается вне пределов этих норм, или проще говоря, остается неурегулированной.

При гармоничном сочетании государственного и институционного регулирования, последнее может в определенной мере восполнить регулятивный пробел и тем самым выступить в роли вспомогательной и дополняющей первое.

Вместе с тем институционно-правовое регулирование также обладает предельным характером. Таким образом, на рынке ценных бумаг нередко возникают ситуации, когда участники не могут найти соответствующих норм ни в актах государственно-правового регулирования, ни в документах институционного права, и поэтому вынуждены самостоятельно искать ответ на вопрос, что они могут и чего им нельзя делать.

В зависимости от того, каким образом в конкретной стране отвечают на этот вопрос, системы государственно-правового регулирования делятся на системы "неограниченной" и "ограниченной" свободы действия.

Система "неограниченной" свободы действия представляет собой такой случай, когда участник рынка ценных бумаг в условиях неурегулированности каких-либо аспектов

рыночных отношений либо неявно выраженной воли нормотворцев может принимать любые не запрещенные законом решения относительно своего поведения на рынке. Например, он может руководствоваться соображениями выгоды либо удобства. То есть основополагающим принципом системы данного типа является принцип "разрешено все, что прямо не запрещено законом". Такие системы существуют в подавляющем большинстве развитых стран, например, США, Великобритании, Франции, Германии, Канаде, Австралии и ряде других, включая Украину.

В отличие от нее система "ограниченной свободы действия" представляет собой случай, когда участник рынка ценных бумаг в условиях отсутствия четких указаний в нормативных документах государства относительно того, что ему позволено делать, не имеет права действовать по собственному усмотрению. То есть его свобода действий ограничивается отсутствием в законодательных и подзаконных актах четкого разрешения на совершение определенных действий. Основополагающим принципом такой системы является принцип "разрешено только то, что прямо разрешается законом". Участник рынка ценных бумаг рассматривает неурегулированность определенных рыночных отношений либо отсутствие явно выраженного разрешения на совершение определенных действий как запрет на их совершение. Указанная система государственно-правового регулирования существует, например, в Японии (21).

Наконец, еще одной важной чертой государственно-правового регулирования рынка ценных бумаг является комплексным применением правовых норм в процессе взаимодействия по поводу ценных бумаг. Это означает, что огромное количество рыночных отношений в сфере ценных бумаг упорядочивается не какой-либо одной отдельно взятой нормой и даже не одним отдельно взятым нормативным актом, а совокупностью последних. Например, инвестор принимает решение приобрести акции какой-то компании, он должен, по меньшей мере, иметь представление о том, каков юридический статус этого вида ценных бумаг, какие права и обязанности возникнут между ним и эмитентом, какие виды гражданско-правовых сделок, кроме купли-продажи, он может совершать с приобретаемыми акциями, как законодательство регулирует право собственности, каким юридическим статусом обладают брокеры и дилеры и многие другие.

Несмотря на то, что перечисленные аспекты обычно упорядочиваются разными нормативно-правовыми актами, общая схема осуществления государственно-правового регулирования почти во всех странах остается одинаковой: наиболее важные рыночные отношения по поводу ценных бумаг регулируются законами, затем воля и намерения законодательной власти детализируются в подзаконных актах и наконец, в случаях возникновения споров смысл законов и подзаконных актов уточняется судом в судебных решениях (22).

В ряде случаев, главным образом, в США и Великобритании, судебная власть не только уточняет смысл текста законов и подзаконных актов, но и своими решениями создает новые нормы, которые имеют такую же силу, как и акты законодательной и исполнительной власти (23). Это означает, что в рамках судебной власти решения вышестоящих судов являются обязательными для судов нижней инстанции, если определенные отношения, по которым выносятся указанные решения, не урегулированы ни законом, ни подзаконными актами (24).

Законодательные акты, которые упорядочивают рынки ценных бумаг, обычно не являются всеобъемлющими, то есть не стремятся охватить своим действием буквально все аспекты рыночных отношений. И вместе с тем, они охватывают относительно большие и конкретные группы отношений. Некоторые из них посвящены регулированию исключительно сферы ценных бумаг, другие - регулируют ее наряду с иными отношениями. К первой группе законов относятся, например, законы о ценных бумагах и их обращении, о фондовых биржах, об инвестиционных фондах и инвестиционных компаниях, о депозитных и клиринговых учреждениях, о тендерных предложениях на покупку контрольных пакетов

акций. Вторая группа обычно включает в себя законы о собственности, о залоге, гражданские кодексы, торговые кодексы, законы о налогообложении и ряд других.

Участники рынка ценных бумаг должны осознавать, что любая ситуация или любые действия, даже если они урегулированы в одном законе, практически всегда также являются предметом регулирования и нескольких иных. Это происходит потому, что в реальной жизни невозможно какое-либо отношение вырвать и изолировать из общей цепи взаимосвязанных отношений. Таким образом, положение о том, что при выборе варианта поведения участникам рынка ценных бумаг следует руководствоваться не одним, а несколькими нормативными актами, является аксиомой.

## США

Например, в США существует множество законов, непосредственно регулирующих рынок ценных бумаг. Среди них наиболее важными являются законы о ценных бумагах (1933), о торговле ценными бумагами (1934), об эмиссии долговых обязательств (1939), об инвестиционной компании (1940), о консультировании в области инвестиций (1940) и ряд других.

Согласно преамбуле закона о ценных бумагах 1933 года, его целями являются установление обязанности эмитентов относительно публикации информации о ценных бумагах, выпускаемых в свободное обращение, а также предотвращение случаев распространения искаженных сведений, обмана и мошенничества при торговле ценными бумагами. Главным средством достижения указанных целей является введение режима государственной регистрации открытых выпусков ценных бумаг и информации об этих выпусках (25).

Закон определяет цели и процедуру, виды ценных бумаг и выпуски, которые подлежат такой регистрации, а также устанавливает исключения. В частности, для регистрации эмитенты должны подавать в комиссию по ценным бумагам проспекты выпусков ценных бумаг. Закон запрещает подавать на регистрацию и публиковать неправдоподобную информацию или уклончивые сведения. Факт государственной регистрации выпуска ценных бумаг подтверждает, что сведения о компании и ее ценных бумагах являются объективными, однако он вовсе не означает, что компания является перспективной или ее ценные бумаги будут доходными. Комиссия по ценным бумагам не может запретить выпуск по мотивам плохой управляемости компанией либо убыточности ее деятельности, вместе с тем она вправе отказать в регистрации, если проспект будет содержать неправдивую или уклончивую информацию.

Закон о ценных бумагах устанавливает перечень сведений, которые должны быть указаны в регистрационных документах. В него, например входит информация, касающаяся описания предприятия, обеспечения выпуска ценных бумаг, сведения о руководстве компании, а также финансовый отчет, заверенный независимым государственным бухгалтером (26).

После поступления в комиссию по ценным бумагам регистрационного заявления и проспекта, они публикуются для широкой публики. Выпуск ценных бумаг обычно разрешается производить на двадцатый день после его регистрации либо с момента внесения в регистрационное заявление последней поправки.

Комиссия имеет право на приостановление выпуска либо даже на его запрет, если после регистрации будет установлено, что эмитент подал для регистрации необъективную либо неполную информацию.

В ряде случаев прохождения процедуры регистрации не требуется. Это касается, например, выпусков ценных бумаг, которые размещаются среди ограниченного числа инвесторов и не предназначены для перепродажи, которые будут находиться в обращении в пределах одного штата, которые осуществляются муниципальными органами штатов, федеральными государственными органами, а также благотворительными обществами, которые являются незначительными по величине (например, до 1 миллиона долларов) и

некоторые другие.

Закон о торговле ценными бумагами 1934 года как бы продлевает сферу действия предыдущего закона. Он требует от эмитентов, ценные бумаги которых зарегистрированы в комиссии по ценным бумагам, предоставлять ей и публиковать для общественности периодические и годовые отчеты о результатах своей хозяйственной деятельности и финансовом положении. До 1964 года это относилось, главным образом, к эмитентам, ценные бумаги которых котируются на фондовых биржах США. Однако начиная с 1964 года оно также было распространено и на эмитентов, ценные бумаги которых находятся в обращении на внебиржевом рынке.

Указанные годовые и периодические отчеты, а также иная обновляемая информация, которую эмитенты подают в комиссию, хранится в справочном отделе комиссии и является доступной для всеобщего прочтения. С них можно также делать копии (27).

Принятые впоследствии поправки к закону установили обязанность инвесторов, которые намереваются приобрести свыше 5% акций компании-эмитента путем тендерного предложения, осуществить декларирование соответствующей информации о себе, а также запрет на инсайдерскую торговлю ценными бумагами.

Согласно закону, для отдельных категорий участников рынка ценных бумаг вводился режим государственной регистрации. В частности это касается фондовых бирж и других саморегулируемых организаций брокеров и дилеров, торгующим ценными бумагами, если их деятельность осуществляется на территории двух и более штатов: агентов по трансферту; клиринговых учреждений; брокеров и дилеров, которые специализируются на торговле государственными и муниципальными ценными бумагами, а также торговцев информацией.

Закон об инвестиционной компании 1940 года своими положениями дополняет указанные выше законы и в то же время определяет особенности деятельности инвестиционных компаний.

В частности, указанные компании должны регистрировать выпуски своих ценных бумаг (инвестиционных сертификатов) в комиссии по ценным бумагам; им запрещается существенно отклоняться от основного направления своей деятельности или производить существенные изменения в инвестиционной политике без одобрения участников компании; не допускается, чтобы руководящие должности в компании занимали лица, уличенные в мошеннических действиях с ценными бумагами, или чтобы гаранты выпуска и брокеры составляли большинство в совете директоров компании; контракты, составленные руководством и существенные поправки к ним должны доводиться до сведения участников компании для их одобрения или неодобрения; таким компаниям запрещается приобретать контрольные пакеты акций холдинговых компаний (28).

## **Япония**

Основными законодательными актами Японии, регулирующими рынок ценных бумаг, являются законы о государственных облигациях (1906), о ценных бумагах и фондовых биржах (1948), об инвестиционных трастах (1951), о дилерской деятельности с иностранными ценными бумагами (1971) и ряд других (29).

Закон о ценных бумагах и фондовых биржах определяет перечень ценных бумаг, устанавливает режим государственной регистрации открытых выпусков ценных бумаг (кроме государственных) запрещает банкам осуществлять брокерско-дилерскую деятельность с ценными бумагами без создания обособленного дочернего предприятия, устанавливает режим государственного лицензирования посреднической деятельности, закрепляет обязанность эмитентов, ценные бумаги которых зарегистрированы Бюро по ценным бумагам министерства финансов Японии, представлять периодические и годовые отчеты о результатах хозяйственной деятельности и финансовом положении.

Исторические условия, в которых принимался указанный закон, оказали влияние на его содержание, в связи с чем многие его нормативные положения являются похожими на положения законов США о ценных бумагах (1933) и о торговле ценными бумагами 1934

года.

## **Германия**

Законодательными актами Германии, регулирующими рынок ценных бумаг, являются, в частности, законы о биржах (1896), об акциях, о допуске к биржевой торговле (1986), об инвестиционных товариществах (1969), об иностранном инвестмент бизнесе (1969), о проспектах при продаже ценных бумаг (1990) и ряд других.

Несмотря на то, что закон о биржах был принят в прошлом веке, он в общем и целом продолжает играть важную роль в регулировании торговли ценными бумагами на биржевом рынке. Первая поправка к нему была сделана в 1908 году, последующие соответственно в 1975, 1986 и 1989 годах (30).

Закон устанавливает порядок создания бирж, осуществления государственного контроля за их деятельностью, порядок определения цен на конкретные ценные бумаги, допуска ценных бумаг к официальной и неофициальной котировке, а также содержит иные положения. В частности, он предусматривает, что биржи могут быть образованы в Германии только после получения на то соответствующей лицензии департамента по надзору за рынком ценных бумаг. Указанный орган наделен также полномочиями отзывать выданные лицензии (31).

Департамент земли назначает при бирже своего постоянного представителя - государственного комиссара, в функции которого входят осуществление повседневного контроля за проведением биржевых торгов ценными бумагами, а также соблюдением биржей норм германского законодательства. Государственные комиссары имеют право посещать собрания акционеров биржи и заседания ее совета управляющих, а также делать замечания в случае нарушения биржей правовых норм. Высшим руководящим органом каждой фондовой биржи является совет управляющих. Он назначает исполнительный орган биржи - правление и руководит его деятельностью.

Посредники, торгующие ценными бумагами на фондовой бирже, должны пройти соответствующую процедуру допуска. Они регистрируются как участники биржевой торговли по решению Совета управляющих. Режим допуска установлен как для посредников, торгующих на аукционах "с голоса", так и для тех, которые ведут торговлю в рамках компьютерной системы. Кроме того, курсмаклеры и свободные маклеры должны быть зарегистрированы также в департаменте по надзору за деятельностью бирж. По истечению четырехмесячного срока после очередного финансового года эти участники обязаны предоставлять в указанный государственный орган отчет о своей деятельности. Указанный отчет должен быть заверен аудитором либо аудиторской фирмой. В дополнение к этому департамент по надзору за деятельностью бирж по своей инициативе обязан проверять документацию курсмаклеров и свободных маклеров как минимум дважды в год путем назначения ревизоров. В случаях обнаружения существенных упущений маклеров указанный орган извещает об этом совет управляющих биржи для принятия решения о приостановлении или отзыве разрешения на участие в биржевых торгах.

Как отмечалось выше, на фондовых биржах Германии существует режим допуска ценных бумаг к официальной и неофициальной котировке, вместе с тем в ряде случаев закон устанавливает исключения из этого общего правила. Например, не требуют прохождения процедуры допуска к официальной котировке выпуски облигаций федерального правительства, создаваемых им специальных фондов либо правительства земли, а также облигации, выпущенные государствами - членами Европейского Союза (32).

Ценные бумаги допускаются к официальному обращению на фондовой бирже при условии, что эмитент удовлетворяет предъявляемым требованиям, подал в биржевой комитет по допуску надлежащий проспект о ценных бумагах, а также если допуск к официальному котированию не наносит ущерба публичным интересам.

Закон устанавливает для эмитентов, ценные бумаги которых находятся в официальном обращении на фондовой бирже, обязанность подавать в комитет по допуску и

публиковать в открытой печати материально значимую информацию, а также периодические и ежегодные отчеты о хозяйственной деятельности и финансовом положении. Кроме того, эмитент должен открыть в городе, в котором расположена фондовая биржа, по крайней мере одно представительство и один депозитарий, в которых инвесторы могли бы выяснять любые вопросы, связанные с владением ценными бумагами.

Закон об акциях представляет собой основной нормативно-правовой документ, регулирующий порядок выпуска акций и формальные требования, предъявляемые к этому виду ценных бумаг. В отличие от зарубежной практики, в Германии в основном выпускаются акции на предъявителя; выпуск именных акций осуществляется довольно редко. Исключение составляют страховые компании. Указанный закон регламентирует как бы "внутреннюю" деятельность эмитента по выпуску акций, в то время как закон о биржах регулирует "внешнее" обращение акций на фондовых биржах. В англо-американской правовой системе нормы закона об акциях обычно называют законодательством о компаниях и корпорациях. Этот закон устанавливает, в частности, порядок и процедуру принятия эмитентом решения о выпуске акций, требования к минимальной номинальной стоимости, порядок осуществления дополнительных выпусков и так далее.

### **Канада**

Государственно-правовое регулирование рынка ценных бумаг в Канаде осуществляется, главным образом, на уровне провинций этой страны.

В Канаде не существует федерального законодательства о рынке ценных бумаг. Нормативно-правовые акты, которые называются "Национальной политикой", принимаются не федеральным государственным органом, а представляет собой соглашение между комиссиями по ценным бумагам провинций Канады. Последние являются органами исполнительной власти государств - субъектов федерации. Вместе с тем, в каждой провинции существует законодательство этой провинции, которое регулирует ее рынок ценных бумаг. Между законами провинций имеются некоторые отличия, однако в общем и целом они охватывают своим действием одинаковые отношения.

Например, в Онтарио основным законом, который регулирует сферу ценных бумаг, является закон о ценных бумагах 1989 года. Он содержит нормы, касающиеся деятельности комиссии по ценным бумагам, инвестиционных фондов, режима государственной регистрации выпусков ценных бумаг, порядка осуществления торговли на биржевом и внебиржевом рынках, требований к проспектам, порядка внесения тендерных предложений о приобретении крупных пакетов акций с целью установления контроля над эмитентом, запрета на инсайдерскую торговлю ценными бумагами и ряд других (33).

Положения закона о ценных бумагах детализируются, уточняются и развиваются в многочисленных подзаконных актах комиссии по ценным бумагам, которые называются постановлениями, разъяснениями, политикой, бланкетными распоряжениями и приказами комиссии.

Закон о ценных бумагах 1989 года является новой редакцией двух предыдущих законов о ценных бумагах, которые были приняты соответственно в 1966 и 1978 году.

Согласно закону, в Онтарио в комиссии по ценным бумагам имеется исполнительный орган - Директор, который осуществляет деятельность от имени комиссии в период между ее заседаниями. Лица, не согласные с решениями Директора, могут обжаловать их в комиссию. Комиссия может отменить или одобрить решение Директора. В случае несогласия с решением комиссии заинтересованное лицо может обжаловать его в суде. Комиссия по ценным бумагам вправе осуществлять регистрацию открытых выпусков ценных бумаг, проводить расследование, назначать проверки финансового положения участников рынка ценных бумаг, проводить регистрацию фондовых бирж, а также участников рынка ценных бумаг, осуществляющих посредническую деятельность.

Осуществляя государственный контроль за деятельностью биржи, она может принимать любые решения, касающиеся организации биржевой торговли, утверждения

биржевых нормативных актов, материальной базы проведения биржевых торгов, а также обеспечения соблюдения законодательства эмитентами, ценные бумаги которых котируются на фондовой бирже. Любое лицо либо компания, интересы которых ущемляются действиями или нормативными актами фондовой биржи, вправе обжаловать эти действия или акты в комиссию по ценным бумагам.

Закон Онтарио устанавливает в отношении брокерско-дилерской андеррайтерской и консультационной деятельности в сфере ценных бумаг режим государственного лицензирования. Лицензии выдаются как лицам, так и компаниям. Для получения лицензии заинтересованное лицо либо компания подает Директору комиссии заявление, в котором излагает сведения в объеме, установленном комиссией. Директор имеет право на запрос у ходатай дополнительных сведений, которые необходимы ему для принятия решения. В случаях, когда, по мнению Директора, данное лицо либо компания обладают достаточной подготовкой, он выдает им письменное свидетельство о регистрации их в качестве посредников либо консультантов. Наличие свидетельства означает разрешение на выполнение соответствующих действий. Директор также вправе отказать в выдаче лицензии.

Все зарегистрированные посредники и консультанты должны сообщать Директору об изменениях в сведениях, поданных ими при получении лицензии, в течение пяти рабочих дней с даты, когда такие изменения произошли. Это касается, в частности, изменений в местонахождении офиса посредника либо консультанта, составе руководящих органов дилерских компаний, во владении акциями и долями институтов-дилеров, приема на работу и увольнения с работы сотрудников посреднической либо консультативной фирмы, открытия либо закрытия филиалов на территории Онтарио.

В отношении открытых выпусков ценных бумаг закон также устанавливает режим государственной регистрации. Исключение составляют выпуски облигаций правительства Канады, Королевства Великобритании, а также других государств; муниципальных облигаций; долговые ценные бумаги, гарантированных банками либо кредитными учреждениями; сертификатов трастовых компаний, инвестиционные вклады которых гарантированы; инвестиционных сертификатов инвестиционных фондов, размещаемых среди ограниченного числа инвесторов; векселей и коммерческих бумаг, срок погашения которых не превышает одного года; ценных бумаг благотворительных, религиозных и учебных учреждений и организаций; ценных бумаг, не предназначенных для свободного обращения и ряда других (34).

Большое внимание уделено в законе выпуску проспектов и их содержанию. Кроме того, закон устанавливает обязанность эмитентов и посредников направлять в комиссию по ценным бумагам материальную, периодическую и ежегодную информацию о хозяйственной деятельности и финансовом состоянии. Указанная информация должна публиковаться в открытой печати и быть доступной владельцам ценных бумаг.

### **Австралия**

Среди законодательных актов Австралии, регулирующих национальный рынок ценных бумаг, наиболее важными являются законы об австралийской комиссии по ценным бумагам (1989), о корпорациях (1989), об иностранных корпорациях (1989) и ряд других.

В отличие от Канады, государственно-правовое регулирование рынка ценных бумаг в Австралии осуществляется как на федеральном уровне, так и на уровне штатов. Вышеупомянутые законы являются федеральными законодательными актами.

Согласно закону об австралийской комиссии по ценным бумагам, главными целями комиссии являются: оказание содействия развитию компаний (акционерных обществ), рынку ценных бумаг и фьючерскому рынку; содействие росту доверия со стороны инвесторов путем защиты их интересов, и достижение единообразия подзаконного регулирования в сфере ценных бумаг на федеральной территории; обеспечение соблюдения федерального законодательства о рынке ценных бумаг; сбор, накопление и обработка информации и документов, представляемых в комиссию участниками рынка информации и документов,

представляемых в комиссию участниками рынка в случаях, определенных законодательством; обеспечение быстроты и полноты доступа к данной информации со стороны общественности и некоторые другие (35).

Указанный закон определяет полномочия комиссии двояким способом - путем отсылки к соответствующим нормам закона о корпорациях и путем предоставления самых широких полномочий на "совершение всех действий, которые комиссия должна совершать в процессе выполнения возложенных на нее задач" (36).

Некоторые функции, которые выполняет австралийская комиссия по ценным бумагам, совпадают с функциями комиссий по ценным бумагам других развитых стран, однако в деятельности ее также имеются и особенности. Например, в отличие от США или Германии, в Австралии комиссия по ценным бумагам непосредственно не уполномочена принимать решение о регистрации фондовых бирж. Закон о корпорациях (1989) запрещает выполнять биржевые функции компаниям, которые не имеют на то государственной лицензии. Для того, чтобы компания получила статус фондовой биржи, она должна обратиться с письменным ходатайством в комиссию по ценным бумагам, которая направит впоследствии это заявление на рассмотрение государственному министру. Именно министр уполномочен принимать решение относительно регистрации фондовых бирж. Положительное решение принимается в том случае, когда работники компании обладают достаточной подготовкой, опытом и образованием, имеют добропорядочную деловую репутацию, в числе руководящих лиц нет таких, которые были замечены в нечестных сделках с ценными бумагами либо в нарушениях существующего австралийского законодательства, если компания установила довольно высокие требования, касающиеся котирования ценных бумаг и проведения торгов с ними, а также если правила торговли устанавливают процедуры защиты интересов инвесторов и так далее (37). Решение Министра оформляется в письменном виде и копия выдается ходатаю. Аналогичным образом в Австралии регистрируются и другие саморегулируемые организации, действующие на рынке ценных бумаг.

Изменения в нормативно-правовых документах фондовых бирж также утверждаются Министром и подаются через комиссию по ценным бумагам. Вместе с тем, как и в других странах, австралийская комиссия осуществляет контроль за функционированием фондовых бирж. В частности, она может потребовать, чтобы в случаях, когда возникает угроза публичным интересам инвесторов, фондовые биржи приостанавливали котировки ценных бумаг конкретных эмитентов. Фондовым биржам запрещено нарушать решения комиссии.

Согласно закону о корпорациях, посредническая и консультационная деятельность с ценными бумагами подлежат государственному лицензированию. Лицензии выдаются комиссией по ценным бумагам. Для получения лицензии заинтересованное лицо либо компания подают в комиссию заявление установленной формы, в котором сообщают сведения в требуемом комиссией объеме. При рассмотрении заявлений физических лиц обращается внимание на то, чтобы это лицо обладало финансовыми средствами, достаточными для выполнения взятых на себя обязательств по сделкам, а также чтобы оно обладало необходимой квалификацией, образованием и опытом. При рассмотрении заявления, подаваемого юридическим лицом, комиссия проверяет, чтобы компания-ходатай имела в своем составе служащих, обладающих необходимой квалификацией, опытом и образованием; чтобы у нее была хорошая репутация, позволяющая надеяться на то, что посреднические или консультационные услуги будут оказываться добросовестно, честно, в интересах клиентов; чтобы рычаги управления данной компанией не находились в руках третьих лиц, не входящих в компанию, и чтобы она обладала достаточными активами (38).

Комиссия по ценным бумагам ведет единый государственный реестр всех лиц и компаний, которым были выданы лицензии. Владельцы лицензий обязаны подавать в комиссию ежегодные отчеты о результатах своей деятельности и финансовом положении.

Эмитенты, выпускающие ценные бумаги в свободное обращение как на биржевом, так и на внебиржевом рынке, должны осуществить регистрацию проспектов выпуска.

Указанную регистрацию также осуществляет австралийская комиссия по ценным бумагам наряду с заявлением о регистрации предложений на подписку. Эмитент может начинать подписку на ценные бумаги только после регистрации проспекта.

Комиссия по ценным бумагам ведет единый реестр выпущенных проспектов, и может отказать в регистрации на том основании, что в проспекте содержатся искаженные либо неполные сведения об эмитенте и выпускаемых им ценных бумаг.

Согласно закону о корпорациях, все эмитенты, ценные бумаги которых находятся в свободном обращении, обязаны публиковать отчеты о результатах хозяйственной деятельности и финансовом положении за истекший финансовый год.

### **Дания**

Основными законодательными актами, регулирующими рынок ценных бумаг в Дании, в настоящее время являются: Консолидированный закон о Копенгагенской фондовой бирже (1993), закон о Датском центре ценных бумаг (1980) с поправками и дополнениями, сделанными в 1992 и 1993 году, закон об инвестиционных ассоциациях (1982) с поправками 1988, 1989 и 1990 годов, закон о компаниях с ограниченной ответственностью и некоторые другие. Во исполнение вышеупомянутых законов Датская комиссия по ценным бумагам приняла ряд подзаконных актов. Название "комиссия" в данном случае применяется обобщенно, поскольку официальное название указанного государственного органа – Отдел по финансовому контролю министерства промышленности.

В связи с тем, что внебиржевой рынок ценных бумаг в Дании является небольшим, особое значение в государственно-правовом регулировании придается упорядочению биржевой торговли ценными бумагами.

Существующий в нынешней редакции Консолидированный закон о Копенгагенской фондовой бирже представляет собой в сущности ранее действовавший закон о Копенгагенской фондовой бирже с внесенными в него в 1988, 1991 и 1992 годах изменениями и дополнениями. Указанные дополнения делались, главным образом, в связи с принятием Европейским Сообществом ряда Директив, и таким образом международно-правовые нормы, о которых шла речь выше, были имплементированы в национальное законодательство страны (39).

Согласно Консолидированному закону, к котировке на Копенгагенской бирже допускаются такие виды ценных бумаг как акции, облигации, инвестиционные сертификаты инвестиционных фондов и аналогичные им ценные бумаги. Решение о допуске к обращению на бирже ценных бумаг других видов принимает Министр промышленности.

Высшим руководящим органом биржи является Совет биржи, состоящий из председателя и девяти членов. Председатель и члены Совета назначаются Министром промышленности сроком на три года. Все члены Совета, кроме Председателя, назначаются по рекомендации следующих заинтересованных групп: от брокерских компаний - 2 человека, от Совета кредитных учреждений, Национального банка и служащих биржи - по одному представителю, от Датской торговой палаты, Федерации промышленных предприятий и Ассоциации судовладельцев - совместно один человек, от Датских пенсионных фондов - совместно один человек, от Ассоциации страховых обществ, Ассоциации инвестиционных фондов и некоторых других организаций - совместно два человека.

Министр промышленности вправе уволить любого члена Совета с занимаемой должности, если он решит, что данное лицо плохо выполняет свои обязанности.

Совет фондовой биржи принимает нормативно-правовые акты, касающиеся обязанностей эмитентов предоставлять бирже материально-значимую и регулярную информацию, правил и этики проведения торгов, организации и функционирования фондовой биржи.

Допуск ценных бумаг к котировке на Копенгагенской фондовой бирже также осуществляется по решению Совета биржи. Для принятия такого решения эмитент подает в Совет соответствующее заявление.

Брокерско-дилерская деятельность на фондовой бирже подлежит лицензированию. Лицензии выдаются комиссией по ценным бумагам. Функции брокеров и дилеров могут выполнять Национальный банк, брокерские компании, а также различные финансовые и кредитные учреждения. В заявлении, адресованном комиссии, компания-ходатай указывает, каким образом она намеревается торговать ценными бумагами. Лицензия выдается при условии, что ходатай имеет счет в Национальном банке (расчетном центре фондовой биржи) и Датском центре ценных бумаг (депозитарии при бирже).

Брокерские компании могут получить лицензию на осуществление брокерско-дилерской деятельности на фондовой бирже, если они удовлетворяют следующим требованиям: компания является предприятием с ограниченной ответственностью; компания внесена в государственный реестр предприятий Дании, который ведет Агентство по торговле и компаниям; уставной фонд компании сформирован в размере не менее 5 миллионов датских крон; акции компании являются исключительно именными; в учредительных документах содержатся положения о том, что руководителями компании являются лица не моложе 20 лет и имеющие опыт работы с ценными бумагами не менее трех лет; компания в состоянии оказывать посреднические услуги, включая андеррайтерские и консультационные; компания будет оказывать посреднические услуги всем инвесторам, а не отдельным или избранным.

Согласно закону, руководители брокерских компаний, торгующих ценными бумагами на фондовой бирже, не имеют права быть собственниками либо входить в руководящие органы промышленных и коммерческих компаний без разрешения комиссии по ценным бумагам. Посредники обязаны сообщать бирже и в Датский центр ценных бумаг о всех заключенных ими сделках. В случае нарушения брокерскими компаниями норм законодательства, комиссия по ценным бумагам может приостановить либо отозвать выданные ею лицензии.

Осуществляя контроль за биржевой торговлей, комиссия по ценным бумагам вправе: присутствовать на заседаниях Совета биржи; без судебного постановления посещать офисы брокерских компаний; требовать предоставления любой информации, касающейся биржевой торговли, у фондовой биржи, брокерской компании или эмитента. В целях повышения эффективности контроля комиссия может запрашивать другие государственные органы на предмет предоставления ей необходимой информации. Кроме того, все брокерские компании обязаны хранить свои книги регистрации владельцев акций в комиссии по ценным бумагам. Когда инвесторы приобретают акции брокерских компаний, обязанность сообщить о внесении изменений в книгу регистрации лежит на инвесторе-покупателе. Комиссия по ценным бумагам вправе отказать в регистрации новых владельцев, если они не сообщают о себе требуемые комиссией сведения. После регистрации изменений комиссия сообщает об этом брокерской компании (40).

В Консолидированном законе содержится также перечень полномочий, которыми наделяется Министр промышленности в сфере ценных бумаг. Он вправе издавать подзаконные акты, касающиеся организации и деятельности Копенгагенской фондовой биржи, порядка проведения биржевой и внебиржевой торговли ценными бумагами, размеров уставных фондов брокерских компаний, условий допуска ценных бумаг к котированию на бирже, информации, которую эмитент обязан опубликовать до начала котирования ценных бумаг на бирже, порядка проведения комиссией по ценным бумагам инспекторских проверок, порядка установления курсов ценных бумаг, приостановления и изъятия их из обращения на бирже, воплощения норм директив Европейского Союза и некоторые другие (41).

Государственно-правовое регулирование рынка ценных бумаг в Украине на момент написания данной брошюры осуществлялось совокупностью законодательных и подзаконных актов. Первое их поколение стремилось упорядочить наиболее важные рыночные отношения. Они охватывали своим действием отношения по выпуску ценных бумаг, размещению их среди инвесторов, государственной регистрации выпусков и

информации о них, устанавливали режим государственной регистрации посреднической деятельности, определяли перечень видов ценных бумаг, основы функционирования фондовой биржи и ряд других.

Несмотря на то, что Украина не являлась членом ИОСКО, законодательное и подзаконное регулирование рыночных отношений с ценными бумагами основывалось на учете опыта их регулирования в ряде других стран. Однако сложность заключалась в том, что Украине приходилось учитывать опыт функционирования развитых рынков ценных бумаг в условиях, когда собственный рынок едва только начал возникать.

Реальная жизнь и становление рыночных отношений в этой сфере сразу же обнажили недостаточность государственно-правового регулирования и обусловили необходимость принятия новых нормативных актов. Наиболее важными направлениями дальнейшего его развития стали: необходимость создания эффективно действующей комиссии по ценным бумагам; упорядочение ряда наиболее важных актов, например, порядка образования и деятельности инвестиционных фондов и инвестиционных компаний, доверительных обществ, депозитариев и ряда других, а также развитие существующего законодательства путем внесения в них дополнительных положений (42).

Для функционирования рынков ценных бумаг во всех странах огромное значение имеют не только правовые акты, которые регулируют исключительно данную сферу, но и те, которые регулируют ее наряду с другими сферами. Прежде всего здесь имеются ввиду **торговые и гражданские кодексы** (43), а также нормативные акты о налогообложении. Гражданские и торговые кодексы, например, устанавливают порядок заключения разнообразных сделок, содержание права собственности, моменты перехода его от одной стороны к другой по сделкам (в том числе с ценными бумагами) и так далее.

Наиболее часто в сфере ценных бумаг заключаются сделки купли-продажи, мены, займа, дарения и ряд других. Причем практически во всех странах гражданское и торговое право определяют указанные сделки, а также взаимные права и обязанности по ним одинаково.

Указанные сделки в большинстве случаев заключаются на основе соответствующих договоров. В наиболее общем виде их суть сводится к следующему. По **договору купли-продажи** ценных бумаг продавец обязуется передать ценные бумаги в собственность покупателю, а покупатель обязуется принять эти бумаги и уплатить их стоимость. Для данной сделки важным является то, что в результате право собственности на ценные бумаги переходит от продавца к покупателю. Наиболее часто на рынке ценных бумаг, особенно вторичном, в качестве средства платежа используются деньги. Однако в ряде случаев, например, при выпуске и размещении акций, их стоимость может быть оплачена имуществом, имущественными правами либо другими ценными бумагами.

Согласно **договору мены**, стороны производят обмен одних ценных бумаг на другие. Например, обмены имеют место в процессе дробления и консолидации акций. В первом случае вместо ранее выпущенных акций выпускаются акции меньшей номинальной стоимости, однако с целью сохранения размеров уставного фонда они выпускаются в большем количестве. Например, акции номинальной стоимостью 200 долларов США заменены акциями этого же эмитента, номинальной стоимостью 100 долларов США, при этом собственник акции в 200 долларов возвращает ее эмитенту и в обмен получает две акции номинальной стоимостью 100 долларов. При дроблении количество акций, находящихся в обращении, увеличивается.

Во втором случае происходит обратное. Эмитент производит выпуск акций с большей номинальной стоимостью, и при этом соответственно уменьшается количество акций, находящихся в обращении. Например, две акции номинальной стоимостью 100 долларов США обмениваются на одну акцию номинальной стоимостью 200 долларов США. В результате количество акций, находящихся в обращении, уменьшается.

Другими случаями сделок обмена являются случаи слияния акционерных обществ, присоединения одного эмитента к другому, обмен облигаций на акции и так далее.

При слиянии акции эмитентов, которые объединяются, заменяются на акции вновь образованного акционерного общества, причем акции объединяющихся эмитентов изымаются из обращения и обмениваются на акции эмитента, к которому тот присоединяется. В этом случае акции присоединяющегося эмитента также изымаются из обращения и уничтожаются. При обмене конвертируемых облигаций собственник облигации возвращает ее эмитенту, который взамен выдает собственнику определенное количество акций.

Особенностью меновой сделки является то, что обе стороны с точки зрения права выступают друг по отношению к другу одновременно продавцами и покупателями.

Выпуски долговых ценных бумаг практически всегда представляют собой **сделки займа** (44). По договору займа заимодавец (инвестор) передает заимополучателю (эмитенту) денежные средства в собственность, и заимополучатель обязуется вернуть заимодавцу такую же сумму денег. При этом нередко эмитенты обязуются также выплачивать инвесторам вознаграждение за пользование заемными средствами.

Наиболее важным моментом займовой сделки является то, что заимополучатель обязан возратить заемные средства по истечении определенного срока.

**По договору дарения** одна сторона передает ценные бумаги другой стороне в собственность на безоплатной основе. Особенностью этих сделок является то, что обдарованная сторона получает ценные бумаги от дарователя бесплатно, и к ней переходит право собственности на них.

Помимо сделок, совершаемых в соответствии с гражданскими и торговыми кодексами, большое значение в государственно-правовом регулировании рынков ценных бумаг занимает налоговое законодательство. Оно способно стимулировать или сдерживать развитие указанных рынков, а также поощрять выпуски конкретных видов ценных бумаг. Например, доходы по государственным или муниципальным облигациям часто освобождаются от налогообложения вообще либо облагаются налогами по незначительной ставке. По соображениям налогообложения иногда эмитенты предпочитают выпускать долговые ценные бумаги вместо акций, поскольку во многих случаях владельцам акций приходится фактически платить налог дважды: один раз в виде налога на прибыль эмитента и второй - в виде налога на индивидуальные доходы по акциям (45), в то время как при выпуске облигаций - один раз на доходы от них.

Немаловажное место в государственно-правовом регулировании рынка ценных бумаг занимают нормативные акты, касающиеся развития конкуренции и противодействия монополизму (антимонопольное законодательство) (46). Сохранение конкуренции на указанном рынке рассматривается во многих развитых странах в качестве фактора, который способствует развитию рыночных отношений. Вместе с тем задача государственно-правового регулирования в этой сфере заключается в том, чтобы право защищало не любую, а только лишь добросовестную конкуренцию.

## ♦ ИНСТИТУЦИОННО-ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

Под **институционально-правовым регулированием** рынка ценных бумаг (institutional by-Laws) обычно понимается нормативное регулирование рыночных отношений по поводу ценных бумаг, осуществляемое саморегулируемыми организациями (институтами). В предыдущих главах были рассмотрены некоторые из наиболее важных элементов такого регулирования, и здесь будут затронуты другие его составные части.

Институционально-правовое регулирование рынка ценных бумаг, как и государственно-правовое, представляет собой неотъемлемую часть рыночных отношений по поводу ценных бумаг. На указанном рынке институциональное регулирование проявляет себя весьма активно, и значение его является намного большим и ощутимым по сравнению с институциональным регулированием, осуществляемым в других сферах экономики. Это объясняется, в частности, местом, которое занимает рынок ценных бумаг в общеэкономическом механизме конкретной

страны, особенностями взаимодействия по поводу ценных бумаг, и также их спецификой как предметов сделок.

Правовое регулирование является мощным средством влияния государства на состояние рыночных отношений, а иногда также средством радикального вмешательства во взаимодействие участников по поводу ценных бумаг. Однако по своему характеру оно часто бывает медлительным, негибким и нечетким.

Например, акты законодательной власти, как правило, принимаются в результате длительной проработки нормативных положений на уровне соответствующих подкомиссий, а затем законодательного органа в целом. Подзаконные акты могут приниматься более быстро, однако главная функция органов исполнительной власти либо органов, не относящихся к ней, однако находящихся в подчинении законодательной власти, обычно заключается в том, чтобы своими нормативными документами и деятельностью обеспечивать выполнение законов. То есть их деятельность связана не только пределами компетенции, но и зависит в большинстве случаев от наличия и существования актов законодательной власти. За исключением редких, особо оговоренных ситуаций, например, частичное делегирование отдельных полномочий, выполнение последними законодательных функций рассматривается как превышение компетенции и нарушение конституционных положений (47). Вместе с тем, государственные органы, издающие подзаконные акты, если они действуют в пределах компетенции, могут устанавливать государственное регулирование общественных отношений в тех случаях, когда такие отношения не охватываются государственно-правовым регулированием.

При регулировании рынка ценных бумаг во многих развитых странах отдается предпочтение законодательным актам не только в силу признания принципа верховенства закона, но и потому, что государственно-правовое регулирование в виде законов является более стабильным. То есть изменить нормы закона намного сложнее по сравнению с нормами подзаконных актов. Данная стабильность означает, кроме прочего, также и то, что "правила игры" на рынке остаются в течение достаточно длительного времени неизменными. Большая частота в их изменении либо постоянные нововведения, имеющие последовательный характер, приводят, как правило, к порождению нигилизма в отношении государственно-правового регулирования, и в конечном счете оно может превратиться из средства упорядочения рыночных отношений в средство их дезорганизации.

Недостатки государственно-правового регулирования могут быть в определенной мере компенсированы при помощи институционно-правового. Такая возможность существует потому, что последнее функционирует на основе принципов самоуправления и саморегулирования.

В одном из своих исследовательских материалов Банк Англии указывал, что отношения саморегулирования "коренятся в осознании группой индивидов и институтов того, что осуществление регулирования их деятельности является желательным и служит их общим интересам, а также в их согласии с тем, что необходимо устанавливать и обеспечивать соблюдение правил, регулирующих осуществление функций и обязанностей. Типичным примером такого рода является случай, когда участники какой-то организации соглашаются объединить свои усилия для создания соответствующих стандартов профессионального поведения и конкуренции. В некоторых случаях обязанность по обеспечению соблюдения таких стандартов возлагается на комитет, существующий в рамках организации, или же на лиц и институты, действующие на рынке. Часто бывает так, что обеспечение соблюдения стандартов вверяется какому-нибудь органу вне рамок организации, но который является общепризнанным и заслуживает общего доверия. Такой орган может наделяться полномочиями по созданию новых норм. В обоих случаях систему можно признать саморегулируемой: в первом — в силу присутствия внутренних взаимоотношений, во-втором - в силу всеобщего согласия и доверия. Наиболее ярким примером саморегулируемой организации является фондовая биржа..." (48).

Кроме фондовых бирж, саморегулируемыми организациями, осуществляющими

институционно-правовое регулирование на рынке ценных бумаг, являются ассоциации дилеров и брокеров, инвестиционных фондов, банковских учреждений и ряд других.

Отличительными чертами его являются такие:

а) институционно-правовое регулирование осуществляется на основе или в соответствии с государственно-правовым, но не подменяет последнее;

б) природа государственного регулирования вытекает из общеобязательных властных полномочий, установленных законом и осуществляемых, главным образом, на субординационных началах, основу институционно-правового регулирования составляют самоорганизация и властные полномочия, вытекающие из самоуправленческих начал;

в) государственно-правовое регулирование покоится, главным образом, на возможности или угрозе применения организационного принуждения, институционно-правовое - на добровольности и выгоды участия.

Наиболее важными **функциями институционно-правового регулирования** являются следующие: оно служит вспомогательным (по отношению к государственно-правовому регулированию) средством упорядочения рынка ценных бумаг; выступает в качестве важного способа упорядочения конкретных отношений на рынке, неурегулированных государственно-правовыми актами, но нуждающихся в упорядочении; осуществляет регулирование вместо государственных органов в случаях, когда последние делегируют часть своих полномочий саморегулируемым организациям; содействует обеспечению рынка ценных бумаг.

Для того, чтобы институционно-правовое регулирование могло выполнять свои функции, оно должно удовлетворять ряду требований: быть последовательным, непротиворечивым, рациональным, в некоторых случаях - концептуальным.

Для указанной подсистемы регулирования большое значение имеют моральные факторы. Например, тот факт, что фондовая биржа представляет собой институт, прибыль которого не может направляться на улучшение положения его сотрудников и должна полностью использоваться для улучшения деятельности самой биржи, способствует увеличению доверия к ней со стороны участников как биржевого, так и внебиржевого рынков ценных бумаг.

В уставах фондовых бирж обычно указываются принципы, на основе которых они осуществляют правовое регулирование. Например, в уставе Австралийской фондовой биржи говорится о том, что она стремится создать честный акционерный рынок. Понятие "честный рынок" подразумевает, что на нем "в полной мере и быстро можно получить информацию, необходимую для оценки стоимости ценных бумаг, что он является довольно ликвидными и что брокеры работают по высшим стандартам этики и согласия." (49).

В ряде нормативных документов Общества французских Бирж также подчеркивается, что деятельность ОФБ осуществляется на принципах "прилежности, нейтральности, лояльности и непредвзятости." Указанные принципы являются необходимыми для поддержания единства рыночного взаимодействия (50).

В материалах, касающихся деятельности Нью-Йоркской фондовой биржи, указывается, что "допуск к котировке на НЙФБ является, по существу, подтверждением международного признания того, что акционерное общество открытого типа является зрелым предприятием и находится в числе передовых в своей отрасли в смысле размеров имущества, доходов, защиты интересов акционеров и отношений доверия к нему" (51).

"Правила Этики" Копенгагенской фондовой биржи устанавливают, что все институты-посредники, которые осуществляют торговлю ценными бумагами на указанной бирже, должны действовать честно по отношению к клиентам и с наибольшей выгодой для последних, представляя интересы клиентов, проявлять осторожность и компетентность, а также препятствовать возникновению конфликта интересов, и в случаях невозможности предотвращения такого конфликта, удовлетворять интересы клиентов.

Частными случаями конфликта интересов являются, например, следующие ситуации: посредник получает возможность извлечь личную выгоду из колебаний курсов, однако

одновременно получает соответствующий заказ от клиента, который тоже рассчитывает сыграть на изменении курсов; посредник имеет возможность приобрести определенные ценные бумаги для себя по выгодной цене, однако у него имеется заказ клиента на приобретение этих же ценных бумаг; брокер приобретает ценные бумаги, выполняя заказ клиента, по цене, которая не является наилучшей для клиента, хотя такая возможность у него имеется, и рассчитывает получить при этом более высокое комиссионное вознаграждение, а также ряд других.

В Правилах Украинской фондовой биржи имеется отдельная статья, посвященная принципам профессиональной этики. Согласно ее положениям, деятельность УФ Б должна соответствовать требованиям объективности и непредвзятости, и каждое лицо, которое действует от имени УФБ, обязано соблюдать конфиденциальную информацию и коммерческую тайну, касающуюся рынка ценных бумаг (53).

Аналогичные этические принципы поведения на рынке ценных бумаг закреплены также в институционно-правовых актах других саморегулируемых организаций - в уставах и регламентах ассоциаций брокеров и дилеров, торгующих ценными бумагами. В предыдущих главах об этом уже упоминалось.

Гармонизация взаимодействия международно-правовой, государственно-правовой и институционной правовой подсистем единой правовой системы регулирования рынка ценных бумаг представляет собой одновременно и требование, и условие развития такого рынка. Последовательные взаимосвязи правовых норм в сочетании с единообразно понимаемой терминологией способствуют сближению национальных рынков, созданию условий для повышения внутрирыночного и международного рыночного взаимодействия, и в конечном счете, улучшению обслуживания инвесторов.

## **ГЛАВА 6. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ КАК ФЕНОМЕНОЛОГИЧЕСКАЯ СИСТЕМА**

Под феноменологическим подходом здесь понимается такой подход к рассмотрению рынка ценных бумаг, когда указанный рынок воспринимается как многоаспектное социальное явление, взятое в своей совокупности и находящееся в постоянном движении. То есть феноменологическая система предполагает восприятие рынка ценных бумаг таким, как он есть в реальной жизни, а именно в виде системы, которая интегрирует в себе подсистемы экономических, правовых, информационных, психологических, социологических, моральных и иных отношений.

В предыдущих главах рынок ценных бумаг рассматривался в контексте, главным образом, экономических и правовых представлений. Эти представления способствуют восприятию рынка ценных бумаг как сложного социального явления, вместе с тем, взятые каждый сами по себе либо вместе, они являются недостаточными. Концентрированный, разнообразный и находящийся в постоянном внутреннем движении огромный "клубок" взаимопереплетенных общественных отношений не может быть понят в относительно полной мере, если ограничить его восприятие только этими двумя подсистемами.

Исследование рынка ценных бумаг на феноменологическом уровне представляет собой отдельный предмет изучения, и данная брошюра не преследует такой цели. Вместе с тем, она обращает внимание на то, что участникам рыночного взаимодействия по поводу ценных бумаг при определении своего поведения так или иначе приходится учитывать действия не только экономических и правовых факторов. С другой стороны, является очевидным, что такое взаимодействие не может быть в отдельности либо экономическим, либо правовым, либо информационным, либо психологическим и так далее. Оно является системой, объединяющей движение всех этих отношений. В каждый данный момент участникам приходится акцентировать внимание на тех или иных отношениях, однако текущее рыночное состояние всегда существует в виде их совокупности.

## ♦ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРЕДСТАВЛЕНИЯ О РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Экономические представления о рынке ценных бумаг, изложенные в предыдущих главах, условно можно назвать прикладными. Наряду с ними существует также и общерыночная экономическая идеология, постулаты которой обычно стремятся постигнуть участники данного рынка.

Основные направления общерыночной идеологии составляют представления о различных типах экономики (рыночной, командно-административной и смешанной); о макро- и микро- уровнях экономики;

об экономике как совокупности различных рынков - рынке труда, капиталов, материальных ресурсов, технологий, товаров и услуг и так далее; об управлении поведением и деятельностью институтов в процессе общерыночного взаимодействия и ряд других.

Знание общерыночной идеологии помогает участникам рынка ценных бумаг ориентироваться в процессах, происходящих на рынке. Оно представляет собой как бы основу, без которой вряд ли можно успешно применить прикладные сведения о рынке ценных бумаг. Например, при определении тактики и стратегии на рынке ценных бумаг инвестор вряд ли сможет действовать эффективно, если он не будет обращать внимания на макроэкономическое положение эмитента, перспектив развития рынка товаров и услуг, представляемых эмитентом, либо на способы и механизмы управления хозяйственной деятельностью последнего. Кроме прочего, общерыночная идеология помогает также делать фундаментальный анализ рынка ценных бумаг (1).

### **Правовой аспект рынка ценных бумаг**

Как было рассмотрено в предыдущих главах, правовые нормы представляют собой неотъемлемую часть рыночного взаимодействия по поводу ценных бумаг. Они не только устанавливают правила поведения, но и определяют пределы дозволенного и запрещенного. При помощи правового регулирования на рынке ценных бумаг удастся поддерживать определенный порядок, что в конечном счете создает участникам возможность для реализации их интересов, не превращая взаимодействие в хаос. Введение критериев и стандартов поведения содействует росту определенности во взаимоотношениях между ними, а также защите интересов в случаях недобросовестного поведения либо при возникновении спорных ситуаций. В свою очередь последнее способствует сохранению рыночных отношений в неразрушенном виде. Таким образом, правовые факторы постоянно присутствуют в поведении участников и отношениях между ними.

## ♦ ИНФОРМАЦИЯ И РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Положение о том, что рыночное взаимодействие с ценными бумагами всегда имеет информационный характер, является настолько очевидным, что его скорее можно считать аксиомой, чем теоремой. Не вдаваясь в детальное рассмотрение указанной составной части рынка, проследим лишь наиболее общие ее элементы.

Каждый раз, когда мы рассматриваем рыночное взаимодействие в контексте экономических представлений, мы используем какие-то сведения то ли о потреблении, то ли о производстве или технологиях и так далее. Для того, чтобы институциональный либо индивидуальный участник рыночных отношений мог каким-либо образом действовать на рынке, ему необходима информация, например, о состоянии фирмы, выпустившей ценные бумаги. О неблагоприятном состоянии, в частности, могут свидетельствовать сведения о расколе в руководстве; ненадежности поставщиков в связи с политическими событиями в какой-либо стране; неожиданный успех конкурентов; увеличении долгов, на покрытие которых должна пойти вся прибыль; стратегических ошибках в планировании развития и так далее (2).

Инвесторам также необходима информация о размерах прибыли, которую приносят те

или иные ценные бумаги.

Признавая неразрывный характер взаимосвязей между экономическими расчетами и информацией, следует признать, что важное значение для рыночного взаимодействия имеют статистические, бухгалтерские и другие виды учетов. Они составляют более высокий уровень обобщения информации, поскольку концентрируют большое количество важных сведений. Различные аналитические документы, основывающиеся на статистических сведениях, в свою очередь являются еще более насыщенными в информационном отношении. Это означает, что экономические расчеты, производимые на основе использования аналитических документов, являются расчетами более высокого уровня. Последние в свою очередь дают возможность делать обобщения еще более высокого порядка, и в этом случае речь идет уже о теориях и концепциях.

Право-информационный аспект имеет два значения: во-первых, когда речь идет об информации, касающейся содержания правовых норм, стандартов и критериев, и во-вторых, о требованиях относительно предоставления участниками рынка ценных бумаг различного рода информации (например, о выпуске ценных бумаг, регулярных отчетах, материально-значимой информации и так далее).

### ◆ ПСИХОЛОГИЧЕСКИЙ АСПЕКТ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Рыночное взаимодействие представляет собой прежде всего взаимодействие между индивидами, и поэтому человек занимает в нем центральное место. Рынок позволяет индивидам вступать в определенные отношения, дает возможность им обеспечивать свои физические и интеллектуальные потребности, а также содействует развитию способностей.

В связи с тем, что человек является главным и необходимым условием существования рыночных отношений, а также ввиду наличия у него рациональной и эмоциональной сферы, психологические процессы являются неотъемлемой составной частью рынка.

Под психологическими аспектами понимается присутствие в рыночном взаимодействии таких явлений, как определенность, уверенность, доверие, надежда и так далее. Упомянутые аспекты взаимосвязаны с экономико-право-информационными аспектами и довольно часто находятся под влиянием последних.

Вообще говоря, **определенность** - это рационально-эмоциональное отношение участника рыночного взаимодействия к процессам, которые имеют место на рынке, а также к другим его участникам.

Для того, чтобы каким-то образом действовать на рынке, ему необходимо определиться по отношению к той части взаимодействия, которая его окружает. Определенность в большой мере зависит именно от информационных моментов. Воспринятые, главным образом, рационально, - то есть путем раздумий и осмысления - указанные моменты одновременно влияют и на эмоциональное состояние участника. Поэтому определенность, как социально-психологический процесс, прямо зависит от того, какая именно информация поступит к участнику и какая останется вне его внимания. Отсюда возникают различные последствия относительно его поведения. На определенность в большой мере влияет также качество информации, которая поступает к участнику рынка. Если по качественным или количественным признакам информация является недостаточной, то участник взаимодействия соответственно пребывает в состоянии неопределенности. То есть когда в рациональном отношении исходных сведений не хватает, то и в эмоциональном плане человек будет удерживаться от каких-либо действий.

Многие исследователи считают, что "проблема уменьшения неопределенности для участников рыночного взаимодействия является предметом постоянного и наибольшего беспокойства" (3).

**Уверенность** также играет большую роль на рынке ценных бумаг. Она является не только рационально-эмоциональным отношением участника рынка к окружающему его рыночному взаимодействию как это имеет место при определенности, но и настроением

участника по отношению к определенности и рыночному взаимодействию. Уверенность является своего рода рационально-эмоциональной оценкой первого и второго.

Она влияет на выбор варианта поведения участника рынка ценных бумаг, а также на его волевое состояние. Как определяют специалиста, "менеджерские решения постоянно находятся под сдерживающим влиянием, с одной стороны, субъективной способности иметь дело со сложными явлениями, а с другой - недостаточной или некачественной информации" (4).

Уверенность тесно связана с решительностью. Если участник рыночного взаимодействия уверен в том, что он в достаточной мере определился относительно рыночных отношений и выбрал вариант поведения, то он и действовать на рынке будет решительно; и наоборот, отсутствие уверенности может усилить его колебания относительно действий или вообще стать причиной отказа от них.

**Доверие** также является отношением участника рынка к рыночному взаимодействию и другим участникам, но в отличие от определенности, оно является позитивным отношением, в отличие от уверенности, оно не является настроением и касается только отношения к другим участникам рыночного взаимодействия.

Роль, которую играет доверие в рыночных отношениях, практически невозможно преувеличить. Достаточно сказать лишь то, что отсутствие доверия служит причиной ухудшения взаимодействия между участниками рынка, а существование очевидного недоверия может привести к его разрушению.

Доверие может сделать рыночное взаимодействие не только возможным, но и быстрым. Специалисты в странах с развитой рыночной экономикой считают, в частности, что при государственном регулировании рыночного взаимодействия фактор доверия относительно определенной политики является "необходимой составной частью самой политики. Чем большего доверия будут заслуживать определенные государственные меры по регулированию рынка, тем быстрее будет реакция частного сектора, и тем быстрее данная политика достигнет своих целей" (5).

**Надежда** представляет собой явление, отличное от вышеупомянутых - определенности, уверенности, доверия - однако связанное с ними, зависящее от них. Определенный участник рынка ценных бумаг может на что-то надеяться, если он определился в рыночном взаимодействии, уверен в других участниках рынка и условиях взаимодействия, а также доверяет участникам, с которыми он установил рыночные отношения.

Надежда также является рационально-эмоциональной. В ней объединяются отношение определенного участника к другим и к взаимодействию, которое его окружает, а также настроение. Он также влияет на волевые моменты в поведении участников рынка. Участник, который надеется на что-то, будет действовать на рынке более решительно.

Некоторые специалисты придают надежде чрезвычайно большое значение. В частности, А.Бернс считает, что "надежда является наиболее мощной силой в рыночных отношениях" (6).

## ♦ СОЦИОЛОГИЧЕСКИЙ АСПЕКТ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Под социологическим аспектом рынка ценных бумаг здесь понимается **целенаправленность** характера действий участников, а также признание того, что такие действия всегда являются **результатом** определенного **решения**.

Достаточно известное выражение К.Маркса о том, что рынок представляет собой деятельность человека, который стремится достичь своих целей, часто употребляется в экономическом или политэкономическом контексте. В значительно меньшей мере при этом осознается, что целенаправленная деятельность является также областью социологии.

Каждый человек по своей природе имеет свойственные только ему материальные и духовные потребности. Конкретные потребности в разной мере, однако почти всегда

осознаются их носителями. "Все, что побуждает человека к деятельности, - писал Ф.Энгельс, - должно пройти через его голову: даже есть и пить человек начинает в результате того, что в его голове отражаются чувства голода и жажды" (7).

Когда потребности становятся осознанными, то человек определится с тем, что ему необходимо иметь или сделать для того, чтобы удовлетворить эти потребности. То есть каких последствий от своих будущих действий он желает достичь. Последнее, по сути, представляет собой формулирование целей.

Деятельность по определению целей, в основном, является умственной. Исследователи, которые изучают этот вопрос, обращают внимание на то, что формулирование целей напоминает гипноз. Сущность так называемого "гипнотического эффекта" целей состоит в том, что человек при их формулировании акцентирует внимание на одной или нескольких целях; он как бы находится под гипнозом последних, поскольку в то же время оставляет вне внимания другие возможные последствия (8).

Таким образом, участники рынка, прежде чем что-то делать, должны осознать, что именно составляет для них их потребности, а также смогут ли последствия их действий удовлетворить эти потребности.

Определив потребности и пути их удовлетворения, участник рынка ценных бумаг должен принять соответствующее решение. Именно в процессе принятия решения наиболее очевидно проявляется взаимосвязь социологического аспекта рынка с другими неотъемлемыми его частями - экономической, правовой, информационной и психологической. Каждая из последних не только влияет на решение, но и как бы воплощается в нем. В конкретном решении можно найти и экономические представления, и правовые соображения, и информацию, а также эмоционально-волевые моменты. Таким образом, решение приобретает признаки сложного социологического явления, хотя внешне оно существует в голове у человека.

Если участником рыночного взаимодействия является институт, то при принятии коллегиального решения срабатывает сложный механизм согласования индивидуальных решений.

Поскольку принятие решения обычно предшествует действиям участника рынка ценных бумаг и в определенной мере их организует, то оно также и значительно облегчает выполнение последующих действий.

### **Моральные факторы в сфере ценных бумаг**

Особенностью морали как составной части рыночного взаимодействия по поводу ценных бумаг является то, что решающее значение в этом случае приобретают не столько представления о добре и зле - именно они обычно составляют основу понимания морали, - сколько производные от них представления о честности, добросовестности, обязательности и так далее.

Мораль является связанной со всеми другими составными частями рыночного взаимодействия - экономической, правовой, информационной, психологической и социологической. Например, если конкретный участник рынка вступает в отношения с другими участниками, то для него большое значение имеет доверие к ним. И тут упомянутый психологический аспект тесно переплетается с моральными его представлениями о них.

Аморальность в процессе информационных взаимоотношений на рынке может замедлять взаимодействие, сделать его убыточным для определенных участников или даже разрушить рыночные отношения.

Некоторые специалисты в странах с развитой рыночной экономикой считают, что в конце концов стабильность экономических отношений зависит от совокупности решений, которые принимают покупатели и потребители (9). На качество решений последних в большой мере влияет их моральные оценки относительно товаров и услуг, институтов-производителей, институтов-сбытовиков и так далее.

Во многих случаях отношения между участниками рынка ценных бумаг строятся на контрактной основе, то есть между ними постоянно заключаются письменные или устные соглашения. В отличие от актов государственно-правового регулирования, которые как бы "навязывают" определенное поведение участникам рыночного взаимодействия независимо от того, нравятся ли они последним или нет, контрактные обязательства в большой мере являются моральными (10). Моральность контрактных отношений объясняется добровольным характером принятия обязательств. Нарушение этих обязательств часто представляет собой также нарушение требований морали.

Не только честность, добросовестность и обязательность влияют на состояние отношений между участниками рынка. На него также влияют представления о справедливости. В частности, если действия конкретных участников рынка ценных бумаг воспринимаются другими партнерами как несправедливые, то отношения между ними вряд ли будут достаточно плодотворными или постоянными.

Специалисты утверждают, что "ничто так не поражает человеческое сердце, как острое чувство несправедливости." (11). При определенных условиях оно может превратиться в источник разрушения взаимодействия. И наоборот, если отношения расцениваются участниками как справедливые, то при других благоприятных условиях - экономических, правовых, информационных и так далее - они приобретут долгосрочный характер.

#### ♦ ИНЫЕ АСПЕКТЫ РЫНКА

Кроме вышеуказанных составных частей рыночного взаимодействия, оно имеет также факультативные, то есть такие части, которые могут присутствовать, но могут и отсутствовать в отдельных рыночных отношениях по поводу ценных бумаг. Эти составные части здесь называются "иными аспектами" рынка.

В число таких аспектов, например, входят политические, герменевтические и другие элементы. Если неотъемлемые части существуют в рыночном взаимодействии всегда, то иные факторы могут играть важную роль лишь в отдельных случаях. Когда речь заходит о таких случаях, то на иные элементы рынка ценных бумаг необходимо обращать внимание в такой же мере, как и на вышеупомянутые неотъемлемые.

Таким образом в процессе рыночного взаимодействия по поводу ценных бумаг участники могут строить свои взаимоотношения достаточно успешно и эффективно. Для этого следует придерживаться, в частности, таких требований:

- необходимо отказаться от однобокого понимания рынка ценных бумаг, то есть не считать его исключительно экономической сферой;
- к указанному рынку следует относиться как к общественному явлению, которое имеет составные части;
- неотъемлемыми составными частями рынка ценных бумаг всегда являются экономические, правовые, информационные, психологические, социологические и моральные факторы;
- результаты взаимодействия будут тем более эффективными, чем более совершенными будут вышеуказанные его составные части.

## **ГЛАВА 7. СИСТЕМНЫЙ ПОДХОД К РЕШЕНИЮ ПРОБЛЕМ РАЗВИТИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА**

### **Теоретические предпосылки системного подхода**

Развитие фондового рынка Украины происходит по ряду направлений, которые предусматривают формирование ценных бумаг с новыми свойствами и реквизитами, развитие вторичного рынка, совершенствование процедуры и документального сопровождения обращения ценных бумаг, рациональное распределение функций между участниками фондового рынка, обеспечение конкурентной среды, создание оптимальной инфраструктуры, упорядочение учета и отчетности на основе репродуцирования стандартов мирового фондового рынка, упрощение процесса оформления документов на всех стадиях эмиссии и обращения ценных бумаг, внедрение электронных информационных систем, снижение риска инвестиций в ценные бумаги, предупреждение нарушений правил и норм, согласование фондового законодательства с другими (смежными) государственными актами.

Достижение положительных результатов по каждому из направлений обуславливается решением соответствующих методологических проблем на основе системного подхода.

Системный подход — это методологическое направление по разработке и применению средств исследования систем. Системный подход основывается на общих принципах, применяемых к любой научной дисциплине, и вместе с тем конкретизируется при изучении каждой из научных дисциплин. История естественных, технических и общественных наук накопила богатый опыт системного подхода к изучаемым явлениям. Например, системный подход содействовал открытию закона всемирного тяготения, периодической системы элементов, классификации фауны и флоры. Блестящим применением системного подхода явилось создание В. И. Вернадским учения о биосфере. Успехи применения системного подхода в различных областях знаний обусловили потребность обобщения накопленных и проверенных методических положений. Первый вариант общей теории систем был предложен А. А. Богдановым еще в 1912 году, но лишь полвека спустя созрели условия для восприятия такой теории как необходимой для дальнейшего развития науки. Именно в этот период общая теория систем в изложении Л. фон Берталанфи и других исследователей системного подхода привлекла к себе всеобщее внимание. Благодаря системному подходу Н. Винер сформулировал основы кибернетики, начала развиваться теория информатики, стало возможным разработка и широкое применение электронной вычислительной техники. Однако создание технических систем при всем своем огромном значении в отдельности не могло полностью решить проблемы управления общественными системами, которые, как известно, являются наиболее сложными формами организации материального мира. Во многих случаях дело сводилось к управлению технологическими процессами, как более замкнутыми и квантируемыми. Необходимость управления многоплановыми системами социально-экономического развития привела к формированию системного анализа, который использует экономико-математические методы и на их основе формирует собственный формальный аппарат анализа. Понятия "система" и "комплекс" стали атрибутом экономических реформаций, успех которых стал во многом определяться тем, насколько эти понятия реализуются на практике.

Эмиссия и обращение ценных бумаг всегда рассматривались как определенный комплекс, состоящий из компонентов, элементов, действий и типов. Именно системный подход позволил фондовому рынку оформиться в сложную и эффективную систему. В данной книге вопрос о системном подходе поднят с целью акцентировать внимание на этом подходе, значение которого повышается с развитием фондового рынка, что чрезвычайно важно на этапах его становления в странах с переходной экономикой. Акцент на системном характере развития и функционирования фондового рынка обусловлен самой реальностью и новыми требованиями в поисках эффективных средств его дальнейшего совершенствования.

Термин "система" имеет различную емкость и чистоту. Наиболее строгий подход к

нему предъявляет теория системного анализа, особенно если предметом внимания оказываются высоко организованные системы из числа самоуправляющихся. В общественных науках к системам нередко относят менее компактные образования реальной действительности, однако и в этом случае то, что отнесено к системе, должно отвечать минимуму обязательных требований.

Необходимо, прежде всего, уточнить, что именно является предметом системы. В первую очередь в качестве системы нужно видеть фондовый рынок как таковой со всеми его элементами и со всеми проявлениями. В таком случае мы имеем дело с системой-реальностью, существующей объективно и не зависящей от точек зрения, с которых она рассматривается. Эта система является самой реальностью, которая нас интересует и которую мы стараемся моделировать. Реальность данной системы не умаляется тем, что некоторые проявления связаны с Человеческим фактором, ибо фондовый рынок является не естественной (природной), а общественной категорией.

В стремлении ОПИСАТЬ, охарактеризовать систему-реальность строится система-модель, в той или иной степени отражающая ее. Система модель содержит уже не подлинные (по составу и количеству) элементы фондового рынка, а лишь показатели, выражающие эти элементы. Система-модель не может быть абсолютно адекватна системе-реальности, поскольку не способна воспроизводить все подробности (составляющие) сложного процесса выпуска и обращения ценных бумаг и не поспевает за изменчивостью системы-реальности. Система-модель стремится быть адекватной системе-реальности, никогда при этом, не становясь ею.

Система-модель фондового рынка является статической моделью, фиксирующей (регистрирующей) реальный процесс выпуска и обращения ценных бумаг. Но для того, чтобы получить подобную "фотографию", нужно располагать определенным арсеналом средств, совокупностью методов и показателей, то есть правомерно говорить о третьей системе — о системе-моделировании. В отличие от статической системы-модели система-моделирование является процессом, совокупностью определенных действий, обеспечивая с возможной точностью отражение системы-реальности в системе-модели. Чем совершеннее система-моделирование, тем полнее удастся передать (репродуцировать) реальный фондовый рынок в виде системы-реальности.

Примечательно признание известных ученых по теории систем И. В. Блауберга и Э. Г. Юдина, которые полагают, что "выдвижение одного общего определения понятия "система" вряд ли может считаться благодарной задачей" (2). С этим нетрудно согласиться, попытаюсь охарактеризовать систему рядов признаков.

Первый признак—система должна иметь структуру, то есть состоять из определенного множества составляющих (элементов, компонентов, частей, разделов), отличающихся разнообразием. Структурность фондового рынка, претендующего считаться системой, прослеживается по целому ряду разрезов. Наиболее крупные из них: ценные бумаги и их производные, этапы их эмиссии и обращения, основные участники фондового рынка и их функции, права и обязанности, инфраструктура, виды обеспечения фондового рынка. "Компонентами системы МОГУТ быть не только вещи, но также свойства и состояния, связи и отношения, фазы, этапы, стадии, циклы и уровни функционирования и развития"(14). Эта установка вполне относима к фондовому рынку, который по первому признаку можно отнести к классу систем, характеризующихся сложной многоярусной структурой.

Второй признак — система должна быть целостной- то есть ее компоненты должны находиться в определенной взаимозависимости, обуславливая друг друга, входя составными частями, являясь причинами или следствием, а также выступая в качестве формы проявления. "Всякие попытки найти сущность целостности, оставаясь на уровне элементов, ведут к тому, что познание покидает почву объективных факторов" (14). Система "фондовый рынок" изобилует примерами такого рода: опцион входит составной частью в группу производных финансовых инструментов; залог является причиной повышения надежности ценной бумаги: брокерская услуга является одной из форм проявления посреднической

деятельности и т. д. Существуют связи не только внутри данного разреза, но и между элементами разных разрезов, например, и изменение функций регистратора ценных бумаг оказывает влияние на характер документального обеспечения системы, а изменение сроков платежа — на уточнение функций сторон сделки.

Третий признак — система должна иметь очерченные границы, позволяющие отличать то, что входит в нее, от того, что не входит. И хотя "во многих случаях невозможно четко подразделить все элементы системы на внутренние и внешние" (18), все же это нужно делать, мирясь с некоторой условностью результатов проведения границы. Это, прежде всего, касается границ самого фондового рынка, позволяющих отделить его от рынков смежных - денежного, финансового, товарного и др.

Четвертый признак — каждая система должна находиться в определенной иерархии систем. Применительно к фондовому рынку нужно отметить, что он находится в составе финансового рынка, а финансовый рынок, в свою очередь, входит в общий национальный рынок. Иерархия распространена не только вверх, ни и вниз: фондовый рынок состоит из рынка акций, рынка облигаций, фьючерсного рынка и др. В свою очередь рынок облигаций распадается на рынок государственных облигаций, муниципальных облигаций, кооперативных облигаций. Увеличение порядка системы, то есть повышение ее иерархического уровня, создает эффект ее целостности.

Пятый признак — система должна обладать набором функций, на что прямо указывают теории систем (13). Группировка функций внутри фондового рынка осуществляется по разным разрезам: определенные функции имеет каждый субъект фондового рынка, каждый этап выпуска и обращения ценных бумаг, каждый контролирующий орган. Классификация функций позволяет формировать технологию обращения ценных бумаг.

Шестой признак — система должна иметь целевую настройку, иметь определенную цель или набор целей, достижение которых обеспечивает функционирование системы. Системный анализ предусматривает генеральную цель в иерархии (дереве) целей и задач, решение которых обеспечивает достижение целей. Для фондового рынка характерна целевая направленность, связанная, во-первых, с тем, что цели участников рыночных отношений определяются их интересами, которые не полностью совпадают и могут входить в противоречие, что подтверждается наличием службы арбитража.

Седьмой признак - системе должна быть присуща способность к развитию, совершенствованию и тем самым к сохранению. Жизнеспособность системы обеспечивается динамическим постоянством названных выше признаков: "постоянство" потому, что с годами они не растворяются в массе характеристик других систем, и "динамическое" потому, что они изменяются лишь в процессе модифицирования системы по имманентным закономерностям. Многие десятилетия развития мирового фондового рынка убеждают как в стойкости и неизменности многих ее элементов, ставших классическими, так и в постоянном движении вперед, сообразно с возникающими в экономике запросами и с выявлением новых возможностей (можно лишь удивляться их безграничности). Усложняясь в своем совершенствовании, фондовый рынок стремится к упрощениям, где только они возможны. Столь, казалось бы, противоречивое явление, на деле служит признаком высокой культуры авторов каждой новинки, будь то в создании ценной бумаги с новыми свойствами, или в совмещении функций одним функционером фондового рынка. В развитии фондового рынка наблюдается постоянное осмысливание накапливаемого опыта. Устойчивость системы не означает отсутствие динамизма. Напротив, закрепление и стабилизация достигаемого является каждый раз ступенью для нового шага развития. И если фондовый рынок способен, сохраняя общие принципы мировой экономики, отражать особенности страны, то в этом же нужно видеть диалектику взаимодействия консерватизма и новаторства, инертности и гибкости, умелое реагирование на имеющиеся в стране условия и возможности.

Восьмой признак — система может быть жизнеспособной, если она будет самонастраиваться, если ей будет присущ некий автоматизм для упомянутого реагирования

на меняющуюся ситуацию. Такой способностью фондовый рынок обладает. Самонастройка его заключается в селекции форм и средств обращения ценных бумаг по принципу — приемлемо то, что отвечает запросам экономики. Фондовый рынок сам подсказывает законодателям, что нужно менять. Такой "диктат" проявляется в том, что жизнеспособными оказываются лишь те законы и инструкции, которые объективно нужны для нормального (с точки зрения потребностей экономики) функционирования фондового рынка. Практика многократно убеждает нас в том, что надуманные правила и нормы не способны получить постоянную прописку на фондовом рынке, который в силу объективных закономерностей и тенденции развития экономики самостоятельно определяет, что нужно и что не нужно. Искусство законодателя как раз и проявляется в том, чтобы угадывать эти объективности и писать просто о сложном (но не сложно о простом),

Системы, несмотря на общие к ним требования, нестандартны. Каждая система имеет специфику, свое лицо. Вправе говорить и об особенностях фондового рынка как оригинальной системы, для которой нелегко подобрать аналог, перебирая другие экономические системы.

Первая особенность — компромиссность моделирования системы фондового рынка. Параллельная разработка "идеальной" модели, создаваемой на базе современной теории без учета информационных, организационных, кадровых и других возможностей, и наряду с этим "рабочей" модели, менее адекватно отражающей действительность, но приспособленной к имеющимся возможностям, — все это присуще многим экономическим системам, и наиболее характерно для фондового рынка. Обе модели необходимы, но их нужно правильно различать ("что есть что") и затем правильно сочетать, идя на определенный компромисс между требованиями теории и возможностями практики. В противном случае может создаваться искусственная ситуация, когда теоретики увлечены созданием идеальной модели, а практики не дождутся рабочей модели. В литературе по системному анализу эта особенность моделирования неоднократно подмечалась. "Системный объект обычно не дается исследователю прямо, непосредственно в качестве системы, и его системность схватывается поначалу лишь интуитивно"(2). Идеальная модель фондового рынка нужна для того, чтобы при разработке рабочей модели закладывать в нее нужные в перспективе положения. В то же время удачно созданная рабочая модель ускоряет продвижение к идеальной модели. Так происходит их взаимодополнение.

Вторая особенность — репродуцирование в Украине зарубежного опыта выпуска и обращения ценных бумаг. Репродуцировать — значит воспроизводить. Но не копировать. Репродуцирование предусматривает такой перенос чего-то в новые условия, когда сохраняются главные достоинства переносимого и одновременно учитываются условия среды, в которой оно должно функционировать. Рыночные модели Запада, в совершенстве отработанные в тех условиях, должны прижиться к нашим условиям: должны быть восприняты с учетом наших возможностей. То есть речь идет о наиболее полном трансфере современных моделей мирового фондового рынка в экономику Украины, но с критическим отношением. Не критика самих моделей, а критическое отношение к возможностям получения таких же высоких результатов и при наших ограниченных возможностях. Такой подход касается практически всех основных аспектов фондового рынка — состава ценных бумаг, механизма торговли ими, процесса посредничества и обслуживания.

Третья особенность — оптимизация в структуре и функциях фондового рынка. При решении многих задач развития и функционирования фондового рынка следует избегать экстремальных позиций и находить "золотую середину". Например, при определении степени вмешательства государства в деловую жизнь участников обращения ценных бумаг, когда равноопасна чрезмерная степень вмешательства (подрывается свобода предпринимательства) и чрезмерная степень невмешательства (создается среда для злоупотреблений). Оптимальным должно быть делопроизводство, обеспечивающее строгий учет и исключаящее бюрократизацию и волокиту. Продуманным должно быть распределение функций между участниками процесса выпуска и обращения ценных бумаг.

Взвешенным должно быть отношение прав и обязанностей каждого из участников.

Четвертая особенность — открытость фондового рынка как системы по отношению к смежным экономическим системам, информатике и технологиям. Границы этой системы, хотя и четкие, но во многих местах прозрачные. Например, в деятельности выпуска и обращения ценных бумаг активное участие принимают коммерческие банки: фондовый рынок широко использует методы, каналы и сети информационных систем общего назначения: тесные связи существуют между фондовым рынком, с одной стороны, и инвестиционной и инновационной деятельностью, с другой. Эти и другие межсистемные связи обязывают руководителей и специалистов учреждений фондового рынка овладевать знаниями смежных сфер. Обязывают их этому и зависимость системы фондового рынка от общего состояния экономики (одно из проявлений открытости системы). Мало открыть новый магазин. Надо еще завезти в него товары. Какой бы совершенной не была инфраструктура фондового рынка, но если в силу спада производства и свертывания программы приватизации мало будет выпускаться и покупаться ценных бумаг, то сравнение фондового рынка с пустым или полупустым магазином будет уместно.

Пятая особенность — повышенная роль классификации в деле совершенствования структуры и механизма фондового рынка, которому присущи такие черты, как многомерность его структуры и разнообразия его составляющих. Разложить составляющие "по полочкам" — это одна из первейших и важнейших задач системного подхода. "Первая необходимость, которую налагает на нас САМО строение нашего ума, — писал Т. Боуэн, — состоит в том, чтобы расположить бесконечное богатство природы на группы и классы вещей. Поэтому первые усилия при разработке знаний должны быть направлены на дело классификации. Может быть, впоследствии окажется, что классификация есть, не только начало, но и высшая точка человеческого знания".

Каждая система имеет определенный состав своего обеспечения, Это касается и фондового рынка, для нормального функционирования которого задействованы следующие виды (формы) обеспечения:

1. Теоретическое обеспечение: научные исследования и прикладные разработки в области ценных бумаг и фондового рынка, ретроспективный анализ, выявление тенденций и закономерностей, определение перспектив развития.

1 Стратегическое обеспечение: отслеживание процесса социально-экономического развития общества, ориентация на политические ситуации, сообразуемость развития фондового рынка с проведением экономической реформы.

3. Законодательное обеспечение: подготовка законодательных и нормативных актов, регламентирующих различные стороны выпуска и обращения ценных бумаг.

4. Юридическое обеспечение: систематизация нормативно-правовых документов, трактовка и комментарии, консультации.

5. Экономическое обеспечение: согласование с инвестиционной политикой, технико-экономические обоснования, финансирование, бизнес-планы, экономическое стимулирование, налогообложение, экономический патронаж и протекционизм.

6. Методологическое обеспечение: разработка и применение методик и инструкций, регламентирующих все стороны и этапы выпуска и обращения ценных бумаг.

7. Информационное обеспечение: сбор и обработка информации о правовой базе и об изменениях на фондовом рынке, его структуре и функциях, сведения и о партнерах, и о конкурентах, данные о ценах и об объемах ценных бумаг.

8. Маркетинговое обеспечение: изучение и анализ фондового рынка страны и за рубежом, балансы спроса и предложений на ценные бумаги, определение выгодных объектов вложения капитала и приемлемых источников его получения, оценка и прогноз конъюнктуры, мониторинг на фондовых биржах.

9. Документальное обеспечение: разработка и применение бланков, форм, реестров, обоснование реквизитов документов, документооборот.

10. Математическое обеспечение: выведение формул функциональной и

стохастической зависимости между элементами и явлениями фондового рынка, измерение временных факторов (дисконтирование), использование математического аппарата теории вероятности для оценки степени риска, проведение корреляционных исследований.

11. Программное обеспечение: компьютеризация деятельности на фондовом рынке, разработка программ.

12. Организационное обеспечение: структура фондового рынка, схема организации выпуска и обращения ценных бумаг, субординация, виды организационных компонентов, управление, планирование, координация.

13. Технологическое обеспечение: выработка рациональных процедур заключения и оформления сделок, проведения торгов, оказание посреднических услуг

14. Кадровое обеспечение: подготовка кадров специалистов для фондового рынка, их переподготовка и повышение квалификации пропаганда знаний о ценных бумагах, этическое воспитание, психологическое обслуживание.

15. Учетное обеспечение: бухгалтерский учет, первичный учет, унификация учетных документов. 16. Контрольное обеспечение: контрольные функции, отчетность, ревизии, аудит.

17. Рекламное обеспечение: поиск новых форм рекламы, организация рекламного дела, определение оптимальных затрат на рекламу, оценка эффекта.

18. Техническое обеспечение: служебная мебель, копировальная техника, средства связи, транспорт, материально-техническое снабжение.

19. Коммуникабельное обеспечение: культурно-бытовые аспекты сферы деятельности на фондовом рынке — жилье, здравоохранение, просвещение, культурные структуры, бытовое обслуживание, повышение уровня сервиса во всех его видах и проявлениях.

Названные виды обеспечения фондового рынка как системы содержат подвиды, типы, формы, элементы и другие составляющие, которые группируются и формализуются в качестве классификаторов. Примером дифференциации определенного вида обеспечения может служить перечень функций по организации и управлению фондовой деятельностью. В этот перечень входят: руководство, подтверждение, отмена, исполнение, поддержка, мораторий, участие, содействие, ограничения, координация, лицензирование, контроль, организация, пролонгация, проверка, рассмотрение, регистрация, ревизия, обслуживание, распространение, экспертиза, одобрение, оповещение, аудит, разрешение, дополнение, анализ, согласование, приемка, оценка, утверждение, запрещение, поощрение, визирование, отказ, наказание.

Виды обеспечения фондового рынка находятся во взаимосвязи. Например, юридическое обеспечение вытекает из законодательного, взаимодействуют маркетинг и информационное обеспечение, компьютерные программы основываются на математических алгоритмах и т. д.

Таким образом, системный подход предоставляет возможность балансировать элементы фондового рынка и обеспечивать его оптимальную структуру по этапам, исполнителям и функциям. Создаются благоприятные условия для проведения государственного анализа состояния и функционирования фондового рынка, для предупреждения нарушений законов и правил. Но наиболее существенный результат системного подхода проявляется в систематизации ценных бумаг, лежащей в основе последующего их моделирования и упорядочения других сторон фондового рынка.

### **Методические вопросы систематизации и моделирования ценных бумаг**

Каждому, кто занимается упорядочиванием и группировкой ценных бумаг, приходится в который раз убеждаться в их огромном разнообразии. Опыт же мирового фондового рынка указывает на то, что это разнообразие с годами увеличивается. Рыночная экономика, усложняясь, требует все новых и новых видов ценных бумаг, их модификаций, позволяющих решать новые задачи фондового рынка.

Фондовый рынок Украины находится в стадии становления и формирования, поэтому

освоение ценных бумаг, как новых для Украины, так и новых вообще — задача первостепенной важности. Задача эта решается (должна решаться) по двум направлениям:

— во-первых, нужно продолжать перенимать зарубежный опыт, репродуцировать его применительно к нашим условиям, традициям и возможностям;

— во-вторых, следует самим разрабатывать новые, применимые для нашей страны виды ценных бумаг.

Игнорировать первое направление — это значит уподобляться тому, кто решает изобрести снова порох или велосипед. Модели фондовых рынков экономически развитых стран отличаются совершенством, они апробированы, выверены и эффективны. Репродуцирование их будет проводиться с неослабевающим вниманием.

Вместе с тем не следует предавать забвению второе направление. Используя только уже достигнутое на Западе, нельзя будет его догнать, ибо пока мы будем осваивать у себя новые виды ценных бумаг, на Западе будут осваивать, и применять новейшие. К тому же уникальные условия реформирования экономики в постсоциалистических странах заставляют искать адекватные методические решения.

Предпосылкой успешного продвижения по обоим названным направлениям должно служить моделирование ценных бумаг, основой которого является их систематизация с последующей классификацией. Необходимо более отчетливо вычленить их реквизиты, выражающие свойства и признаки, упорядочить терминологию, увязать реквизиты с целями выпуска и обращения ценных бумаг и с интересами участников фондового рынка. Далее нужно выделить и проанализировать классификационные признаки и на их основе определить контуры группировки ценных бумаг и, наконец, разработать типовые классификаторы. Определяя совместимость и несовместимость признаков, следует создать технологию моделирования ценных бумаг по заданным признакам и с учетом требований рынка, составить каталог ценных бумаг, подготовить типологию ценных бумаг, и в результате, разработав макеты новых видов ценных бумаг.

Проблема систематизации ценных бумаг многоплановая, многоэтапная и требует многолетнего изучения. На данном этапе этого изучения ставится сама проблема изучения, намечаются пути ее решения. В рамках постановки задачи можно кратко выразить суть систематизации ценных бумаг, а именно:

1) выявление, формулировку и группировку классификационных признаков ценных бумаг;

2) выявление и формулировку состояний по каждому признаку;

3) индексацию (числовую шифрацию) признаков изучения состояний;

4) разработку глобального (сквозного) классификатора ценных бумаг;

5) разработку укрупненных классификаторов ценных бумаг;

6) разработку классификаторов по видам ценных бумаг;

7) разработку блочных классификаторов ценных бумаг;

8) разработку поисковых систем;

9) разработку аналитических систем;

10) компьютеризацию классификаторов и систем.

При решении поставленных задач необходимо постоянно ориентироваться на цели, которые предстоит достигать в процессе систематизации ценных бумаг. Эти цели следует разбить на две группы, выделив цели, связанные с обслуживанием законодательных органов страны, и цели, связанные с обслуживанием участников фондового рынка. Первая группа целей включает:

1. Выявление пробелов (пропусков, белых пятен, неясностей) в нормативно-правовых и инструктивных документах по части формулировок и характеристик ценных бумаг и их разновидностей.

2. Выявление несогласованностей и противоречий в указанных документах.

3. Устранение многозначности толкования (разночтения) нормативных и инструктивных положений, которые должны иметь лишь однозначное (безальтернативное)

толкование и восприятие.

4. Уточнение терминов ценных бумаг. Устранение или упорядочение синонимов и омонимов.

5. Выбор классификационных признаков и состояний для включения их в названия и определения ценных бумаг. Унификация (структуризация) названий и определений ценных бумаг, а также их характеристик и описаний.

6. Накопление описаний ценных бумаг различных видов, применяемых в мировой практике и которые могут быть использованы в Украине.

7. Уточнение требований к денежным (долговым) документам, позволяющие относить их к числу ценных бумаг.

8. Облегчение проведения и повышения эффективности контроля за процессом обращения ценных бумаг.

9. Выработка рекомендаций по формированию состава реквизитов ценных бумаг и их документальному оформлению с применением усовершенствованных бланков и электронных систем.

10. Моделирование новых видов ценных бумаг с задаваемыми свойствами.

Группа целей, связанных с обслуживанием участников фондового рынка, включает:

1. Предоставление участникам рынка ценных бумаг сведений, содержащих полную характеристику (по всем без исключения классификационным признакам) ценной бумаги той или иной разновидности.

2. Разъяснение возможностей, которые приобретают продавец и покупатель ценной бумаги определенного вида, а также указание на характер и степень риска, связанной со сменой собственности.

3. Систематизация и выдача информации о правах и обязанностях сторон, участвующих в фондовых сделках.

4. Подбор ценной бумаги (определенного вида или разновидности) для эмиссии — выявление интересов эмитента.

5. Подбор ценной бумаги (определенного вида или разновидности) для инвестиции — в интересах инвестора.

6. Использование картотек и баз данных ценных бумаг при разработке бизнес-планов для инвестиции.

7. Подготовка формализованных исходных данных при подготовке учебно-методических пособий по фондовому рынку,

8. Облегчение консультаций и повышение их качества при оказании клиентам информационных услуг по вопросам обращения ценных бумаг. Организация консультаций на основе программно- компьютерной системы.

Есть и третья группа целей- связанная с обслуживанием экономической науки, которая воспользуется результатами систематизации ценных бумаг для последующих исследований фондового рынка. Могут также достигаться чисто коммерческие цели, например, продажа пакета классификаторов ценных бумаг в качестве ноу-хау консультативным фирмам других стран.

Предварительное изучение массива ценных бумаг позволило заключить, что более половины признаков имеют только два состояния. Например - по признаку регистрируемости ценные бумаги могут быть либо регистрируемыми, либо нерегистрируемыми, то есть этот признак имеет только два состояния. Вместе с тем немало признаков ценных бумаг, содержащих по три и четыре состояния. На пример, по признаку выкупа (отзыва) ценные бумаги подразделяются на три разновидности, исходя из того предусматривает ли выкуп всего выпуска ценных бумаг или только часть выкупа, либо вообще выкуп не предусмотрен. По признаку купонной ставки отмечено семь состояний (фиксированная ставка, плавающая ставка, возрастающая ставка, нулевой купон, мини купон, оплата по выбору, смешанный вид).

Количество признаков ценных бумаг подвергается изменению. Число их можно

увеличить или уменьшить. Например, могут быть объединены признак "Регистрация" и признак "Форма выпуска", поскольку частное размещение ценных бумаг является всегда закрытым и не требует публичного объявления и регистрации, а открытое размещение требует публичного объявления и регистрации ценных бумаг. Можно даже объединить не только два, но даже три признака, например "Надежность", « Вид обеспечения" и "Вид залога". Или же найти единый подход к объединению признаков "Функции ценной бумаги" и " Назначение ценных бумаг» (в ряде документов и публикаций эти признаки обычно показываются раздельными).

В еще большей мере можно изменять состав состояний. Например, по признаку "Способ распространения" показать не только дилеров, но и биржевых брокеров. По признаку "Цель выпуска ценных бумаг" можно показать такое состояние, как "Ликвидация задолженности". Напрашивается также увеличение количества состояний по признаку "Условия получения дохода", поскольку подобного рода условий весьма много. По признаку "Вид документа" такие состояния, как "Запись в реестре". "Запись в соглашении" и "Запись в компьютере" с целью упрощения можно объединить в один — "Запись", альтернативным состоянием которого останется состояние "Сертификат".

С такой же целью можно объединить дарение ценных бумаг и их завещание (по приказу "Форма переуступки"), сделав из них одно состояние "Бесплатная передача". Наоборот, по признаку "Вид обеспечения" состояние "Под гарантию" можно разбить на несколько состояний, указав, кто именно является гарантом.

Существует два типа признаков. Первый из них составляет дилемму с двумя единственно возможными (допустимыми) ответами: а) с позитивным ответом на заключенный в признаке вопрос и б) с негативным ответом ("да" или "нет"). Характерными чертами этого типа признаков является, во-первых, взаимоисключаемость двух возможных состояний, во-вторых, третьего состояния логически быть не может, ценную бумагу нужно либо регистрировать, либо не регистрировать (ведь нельзя ее зарегистрировать наполовину).

Второй тип признаков предполагает определенный перечень состояний. В большинстве случаев, входящие в состав признака состояния также являются взаимоисключающими. Вместе с тем этот тип признаков предусматривает также не взаимоисключающие состояния. Например, ценная бумага по принципу "Функция" может использоваться и как средство платежа, и как средство выполнения обязательств. Для этого типа присуща также возможность увеличивать количество состояний—по мере учета тех или иных факторов или по мере разукрупнения уже имеющихся состояний.

Имеет место также такой перечень состояний, когда представлены состояния различной масштабности (разного уровня обобщаемости, разного ранга и уровня), когда одно, более масштабное, частное (по принципу "в том числе"). Примером может служить признак "Место или территории обращения ценных бумаг": регион входит в страну, страна входит в региональный рынок, а последний— в мировой рынок.

Внимания заслуживает также вопрос о последовательности в перечне признаков и в перечне их состояний. Здесь нет единого подхода. Желательно для первого типа признаков установить общую последовательность: сначала "да", а потом "нет", или же, наоборот, сначала "нет", а потом "да". Для второго типа признаков можно выбрать тот или иной подход, определяя последовательность в зависимости от содержания состояний, от их значения, масштабности, распространенности и т.п.

Когда речь заходит о терминах, то приходится констатировать наличие синонимов. Примеры: "надежность—обеспеченность": "отзыв акций — выкуп акций": "функции — экономическое содержание" и т. п. Часто прибегают к таким малосостоятельным словам - как "вид", "подвид", «тип", "форма" и др. Причина в том, что количество признаков ценных бумаг намного превышает количество имеющихся терминов. По этой же причине иногда для названия признака используют название одного из его состояний.

При описании состояний возникают те же затруднения, что и при описании признаков. Но здесь нужно принять во внимание, что далеко не всегда требуется

обязательность или необязательность того или иного состояния. Например, привилегированные акции могут быть как конвертабельными, и неконвертабельными, но привилегированные акции всегда являются такой ценной бумагой, доход по которой является фиксированным (в отличие от простых акций). Поэтому в определениях и характеристиках нужно подчеркивать обязательность того или иного состояния словом "только", если оно действительно является обязательным, а не факультативным.

При формировании названия ценной бумаги обычно используется одно или несколько состояний из одного или нескольких признаков (остальные признаки и состояния остаются вне названия). От того, какие признаки и их состояния включены в названия ценной бумага, зависит ее местонахождение в классификации ценных бумаг. "Любая классификация весьма условна и все зависит от того, какому признаку отдается приоритет и с точки зрения какого субъекта рынка рассматривать те или иные ценные бумаги" (3). Такое замечание справедливо и подтверждается многими примерами. Определенный вид акции можно назвать "привилегированной акцией", если нужно заострить внимание именно на праве ее владельца на получение дивидендов. Но по другим признакам эта акция может быть одновременно именной, конвертабельной, кумулятивной и отзывной, поэтому эту акцию можно именовать как "именная акция" или как "конвертабельная акция" и т. д. И каждый раз при этом может высвечиваться та или другая сторона акции, то или иное ее свойство. Можно подойти к названию ценной бумаги сразу с двух или нескольких сторон: "привилегированная именная акция", "конвертабельная именная акция", "привилегированная именная кумулятивная акция". Слишком громким было бы название, состоящее из всех упомянутых слов (но их может быть гораздо больше). В принципе из пяти слов можно составить 35 сочетаний в названии одной и той же акции. Поэтому прибегают к кратким названиям. Однако краткое название ценной бумаги должно при этом сопровождаться соответствующей характеристикой, состоящей из признаков и состояний, не вошедших в название. Это требование в равной мере относится и к формированию определений. Лучше, когда характеристики и определения были бы унифицированы по форме и обладали бы признаком стандарта. При упорядочении терминологии следует также внимательно относиться к процессу и результатам перевода с одного языка на другой и стараться при этом считаться с терминами, которые общеприняты во многих странах. Не следует увлекаться словотворчеством и частой сменой названий, что иногда делается ради сомнительной новизны. Незачем, например, привилегированные акции называть преференциальными, поскольку в переводе с латинского "преференциальный" — это и есть "предпочтительный, преимущественный, льготный", то есть привилегированный. Нет резона заменять одно иностранное слово на другое иностранное слово.

Упорядочение терминологии необходимо для того, чтобы участники фондового рынка понимали друг друга. Без четко установленных терминов разработать логически безупречные законы и правила нельзя, а также разрабатывать программы в процессе электрификации фондового рынка.

Есть еще одна проблема систематизации ценных бумаг, связанная с сочетаниями признаков и состояний, с определением их совместимости и несовместимости. Рассмотрим два вида сочетаний: "вариантное" и "исключительное".

Примеры вариантных сочетаний: простая акция может быть как именной, так и на предъявителя; облигация может быть как обеспеченная залогом, так и некорректируемой; вексель может быть как переуступаемым, так и не переуступаемым; депозитные сертификаты могут быть как регистрируемые, так и не регистрируемые.

Примеры исключительных сочетаний: простая акция может быть только с негарантированным доходом; привилегированная акция может быть только именной; реорганизованная облигация может быть только с гарантированным погашением; казначейский вексель может быть только дисконтом; казначейская нота может быть только безотзывной; сберегательная облигация может быть только свободного обращения; купонная облигация может быть только не регистрируемой; бессрочная облигация может быть только

бездисконтной; привилегированная акция может быть только с гарантированным доходом.

Как видим, в одном случае сочетание признаков и состояний выражается посредством "как... так и..." а в другом — посредством "только". Отнесение сочетаний к тому или иному виду определяется нормативными документами, и в приводимые в примерах перечни могут и будут вноситься изменения. Однако далеко не всегда в законах и правилах на этот счет имеется достаточная четкость. Часто приходится догадываться о характере сочетании признаков и их состоянии при изучении и применении законодательных положений. Приходится дополнительно выяснять. Могут ли быть ретрекативные облигации возвратными. Приходится обращаться к консультантам с вопросом, может ли кумулятивная акция быть с дисконтом. Не сразу понятно при чтении закона, может ли серийная облигация быть одновременно облигацией с изменяющимся процентом. Хотелось бы, чтобы в законе было четко сказано, может ли возмещаемая облигация быть конвертируемой или не может. Не в законе, к сожалению, а на семинаре приходится находить ответ на вопрос, могут ли конвертируемые облигации одновременно быть ценными бумагами с правом их досрочного погашения и т.д.

Проблема существует объективно: поскольку есть сочетания признаков и состояний ценных бумаг, то, следовательно, есть дилемма об их совместимости и несовместимости, а при совместимости есть еще дилемма — какая это совместимость: обязательная или же факультативная, то есть допускающая, но не предписывающая.

Проблема усложняется при рассмотрении не только парных, но и вообще кратных признаков. В одном документе ценных бумаг может быть заложено множество признаков. Например, бывает необходимость убедиться в том, допустимо или целесообразно сочетание таких признаков: 1) привилегированность — регистрируемость — отзываемость; 2) возмещаемость — фиксированность — номинальность; 3) акцептуемость — возвратность — 4-обеспеченность; 4) дисконтность — конвертабельность — корректируемость и т. д. Еще лучше сразу сопоставить четыре признака и проверить их совместимость, например: 1) индексируемость — налогооблагаемость — отсроченность — переуступаемость; 2) индексируемость — гарантируемость — возвратность — конвертабельность; 3) ограниченность — переводимость — платность — выкупаемость и т. д.

Не менее важно установить совместимость пяти, шести и более признаков и сочетаний ценных бумаг. Однако при этом количество сочетаний резко возрастает, и при численности в два-три десятка признаков выражается поистине астрономическими числами. Для преодоления этого "количественного барьера" нужно, прежде всего, отбросить незначимые сочетания (не нужные для практики). После такой очистки, выполненной при помощи компьютерной техники, следует локализовать оставшиеся сочетания по отдельным видам ценных бумаг — акциям, облигациям, векселям и др. Наконец, полезно группировать признаки и сочетания по отдельным блокам и для каждого из них определять потребные комбинации признаков и состояний. По заказу Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку фирма "Финанс-оптимум" (г. Киев) разработала классификатор "Ценные бумаги: поиск документа по признаку" в компьютерном исполнении. Классификатор построен в матрице, в которой в десяти графах помещены виды ценных бумаг — действующие в Украине, а в двадцати пяти строках — основные признаки этих бумаг (по каждому виду бумаг имеется от десяти до пятнадцати признаков). Каждая из 250 ячеек матрицы соединяет определенную ценную бумагу с ее определенным признаком, и на этом пересечении вертикали и горизонтали (в ячейке) проставляются номера тех официальных законодательных и нормативных документов, в которых идет речь о данной ценной бумаге по данному признаку. Матрица этого классификатора имеет поисковое назначение и позволяет решать такие задачи: 1) находить нужные документы, содержащие сведения по данной ценной бумаге (разбивкой этих сведений по принципу); 2) находить все нужные документы, в которых излагается данный признак (с разбивкой по видам ценных бумаг); 3) сводить вместе и сопоставлять законодательно-нормативные сведения, содержащиеся в различных документах и касающиеся данной ценной бумаги по части данного признака.

Руководствуясь принципами системного подхода. Государственная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку организует исследования с целью подготовки ряда систем и методик, к числу которых, в частности, относятся:

1. Система поиска и подборки существующих видов ценных бумаг, при покупке которых удовлетворяются преимущественно интересы различных инвесторов.

2. Аналогичная система для удовлетворения интересов эмитентов.

3. Система подборки признаков и состояний для моделирования в законодательном порядке ценных бумаг новых видов и модификаций с учетом требования фондового рынка Украины.

4. Система обнаружения пробелов и противоречий в нормативно-правовых документах, регламентирующих фондовый рынок,

5. Мониторинг развития финансовых инструментов мирового фондового рынка и методика их репродуцирования в Украине.

6. База данных о признаках, состояниях и терминах ценных бумаг, обращающихся в Украине и за рубежом. Каталог ценных бумаг, Толковый словарь фондового рынка.

7. Методика определения рейтинга ценных бумаг. Систематизация ценных бумаг является первым этапом осуществления системного подхода к разработке методологии фондового рынка Украины. Последующие этапы, которые могут выполняться параллельно друг другу, касаются систематизации других элементов фондового рынка, а именно:

1) технологии выпуска и обращения ценных бумаг (состав этапов, их содержание, последовательность и взаимообусловленность);

2) массива сделок купли-продажи ценных бумаг (классификация сделок, прав и обязанностей сторон);

3) субъектов фондового рынка (функции основных участников и посредников в рамках технологии выпуска и обращения ценных бумаг);

4) положения нормативно-правовых актов (документографическая и фактографическая системы),

Среди причин, тормозящих сегодня развитие фондового рынка в странах с переходной экономикой, в том числе в Украине, зарубежные эксперты в первую очередь называют нехватку классификаций и модификации ценных бумаг и процедуры их обращения по сравнению с решением этой проблемы в экономически развитых странах Запада. Остается надеяться на то, что Украина уже в ближайшие годы сумеет стать приятным исключением из такой оценки, придав приоритетное значение систематизации и классификации всех элементов фондового рынка и, прежде всего ценных бумаг.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Андреас К. Банки - функциональные участники фондовой биржи. - Франкфурт на Майне, Типография Бреннерс, 1993.
2. Балабанов В.С. Рынок ценных бумаг. - М.: "Финансы и статистика", 1994.- 126с.
3. Бервайн П. Задачи и функции биржевых маклеров. - Франкфурт на Майне, Типография Бреннерс, 1993.
4. Бестманн У. Инструменты рынка капитала в условиях развивающихся народных хозяйств. - Франкфурт на Майне, Типография Бреннерс, 1993.
5. Биржевая деятельность. Учебник . Под ред. А.Г. Грязновой, Р.В.Корнеевой, В.А.Галанова. - М.: "Финансы и статистика", 1995. - 240с.
6. Бороздин П.Ю. Ценные бумаги и фондовый рынок. Учебное пособие. - М.: Институт экономики и права, 1994. - 170с.
7. Буренин А.Н. Фьючерсные, формардные и опционные рынки. - М.: Тривола, 1995. - 240с.
8. Гольцберг. Акционерные товарищества. Фондовая биржа. Операции с ценными бумагами. - К.: "Текст", 1992. - 94с.
9. Гроттке С. Порядок допуска ценных бумаг к биржевой торговле и сегменты рынка. - Франкфурт на Майне, Типография Бреннерс, 1993.
10. Жуков Е.Ф. Ценные бумаги и фондовые рынки. - М.: Банки и биржи, 1995.- 224с.
11. Загорський В.С. Ринок цінних паперів. - Львів: Львівська комерційна академія, 1995. - 171с.
12. Колесник В.В. Акционерный рынок в Украине. - Киев, ИГП АН Украины, 1993. - 93 с.
13. Колесник В.В. Введение в рынок ценных бумаг. - К.: А.Л.Д., 1995. - 176 с.
14. Колесник В.В. Концепція розвитку правового регулювання ринку цінних паперів в Україні. - К.: Стаття в журналі "Фондовое обозрение", №2, 1997. - с. 4.
15. Колесник В.В. Рынок ценных бумаг: участники (правовой аспект). - К.: ИГП АН Украины, 1993.
16. Лысенков и др. Международный фондовый рынок. - К.: Киевский институт банкиров банка "Украина", 1995. - 140с.
17. Лысенков Ю.М., Ляшко В.П. Вексель в хозяйственном обороте. - К.: "Пресс-центр", 1994. - 256с.
18. Лысенков Ю.М. , Фетюхина Н.В. Рынок ценных бумаг. Основные понятия и термины. - К.: Киевский институт банкиров "Украины". 1995. - 164с.
19. Машина М.В. Фондовая биржа. - М.: "Международные отношения", 1993. - 167с.
20. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. - М.: Перспектива, 1995. - 534с.
21. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования,- М: ИНФРО – М, 1996,-306с.
22. Мозговой О.Н. Фондовый рынок Украины. – Киев, УАНН «Феникс» 1997. – 276с.