

Глава 1

СУЩНОСТЬ, КЛАССИФИКАЦИЯ И ОСНОВНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ЦЕННЫХ БУМАГ

1.1. Экономическая природа ценных бумаг

Ценные бумаги (securities) – финансовые документы, удостоверяющие право собственности их владельца на *активы* и приносящие доход в виде дивиденда (акции, облигации, векселя, ваучеры, чеки, закладные и т. п.), а также денежные документы, в которые могут инвестировать средства банков, доверительных фондов и др. (управляемые ими по доверенности). Как правило, они обладают обращаемостью и являются товаром на одном из самых сложных, объемных финансовых рынков – рынке ценных бумаг.

Ценные бумаги – это денежные документы, удостоверяющие право владения или отношения займа, определяющие взаимоотношения между выпустившим их лицом и их владельцем и предусматривают, как правило, выплату дохода в виде дивидендов или процентов, а также возможность передачи денежных и других прав, вытекающих из этих документов, другим лицам.¹

Выпуск и обращение ценных бумаг имеет важное значение для формирования корпоративного сектора экономики и фондового рынка, а фондовый рынок, в свою очередь, аккумулирует большие объемы денежных средств с целью их производственного использования, привлекает инвестиции для дальнейшего развития областей материального производства, формирования частного бизнеса, повышения благосостояния граждан Украины. В результате этих процессов создаются и развиваются акционерные общества, являющиеся одной из наиболее современных и развитых форм предпринимательства, осуществляется концентрация пакетов акций в собственности значительно меньшего количества акционеров.

Возникновение ценных бумаг было обусловлено необходимостью найти отличный от товаров и денег способ осуществления соглашений. Им оказались бумажные знаки. Первыми ценными бумагами стали документы займов – облигации, поскольку государства нуждались в значительных ссудных средствах для ведения войн. Обязательства по займам стали предметом купли-продажи.

1.1.1. Развитие рынка ценных бумаг

Развитие рынка ценных бумаг условно можно разделить на три периода.

А. Дореволюционный период

¹ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.10.2006 р. № 3480-IV // Бухгалтерія. 2006. № 17. С. 11–31.

В 1703 г. по инициативе Петра I, посетившего подобное учреждение в Голландии, в Санкт-Петербурге была создана первая российская биржа.¹ На протяжении всего XVIII столетия первая отечественная биржа играла скромную роль в экономике страны, что можно объяснить искусственным характером ее становления (заимствование чужого опыта без вызревания внутренних потребностей). В то время большое распространение имели ярмарки и базары, а некоторые ярмарки были основаны еще первыми русскими князьями и, как правило, располагались на пути следования речных судов и барж. Одной из наиболее известных ярмарок была Нижегородская, откуда товары поставлялись по всей Европе, а также зерновая ярмарка в Рыбинске.

Во времена Петра I отсутствовал единый всероссийский рынок (он стал зарождаться только в следующем столетии), не было и акционерных компаний (Петр насаждал казенные мануфактуры и горные заводы), а также государственного долга в облигационной форме. Рынок облигаций начал формироваться только во времена Екатерины II, которая первая привлекла иностранные банки для обслуживания внешнего долга; во внутреннем же обороте облигации появились еще позднее – в XIX в.

В XVIII в. биржа служила местом встречи иностранных и отечественных купцов для торговли заморским товаром и подготовки к отправке морем отечественных товаров. Непосредственно у биржи находились удобный причал, спуск к воде и специализированные хранилища для приемки товаров. Все это располагалось на стрелке Васильевского острова, где и сейчас две колонны с ростверками кораблей и горящими по праздникам факелами наверху приветствуют горожан и гостей Северной Пальмиры.

По указу Елизаветы II отечественным и зарубежным купцам было разрешено свободно посещать биржу. При этом запрещалось вести на бирже политические разговоры и засиживаться допоздна.²

Постепенно на бирже наряду с товарами стали торговать иностранной валютой, что было необходимо для обеспечения товарооборота. Сначала предметом торгов выступали лишь иностранные монеты, но уже в начале XIX в. получила распространение торговля валютой в бумажной форме, а также векселями в разной валюте.

В 1805–1815 гг. на стрелке Васильевского острова, на месте, где были деревянные склады и торговая площадь с небольшим трактиром, по проекту архитектора Тома де Томона было построено новое здание Санкт-Петербургской биржи в стиле русского позднего классицизма. Здание сохранилось до настоящего времени. Сейчас в нем ведутся работы по воссозданию и размещению вновь созданной Санкт-Петербургской нефтяной биржи.

¹ Санкт-Петербургская биржа относится к одной из старейших в Европе. В Регламенте главного Магистра, изданном Петром I, повелевалось «недалеко от ратуши, по примеру иностранных купеческих городов, построить биржи, в которых бы сходились торговые граждане для своих торгов и постановлений векселей, также и для ведомостей о приходе и отпуске кораблей и коммерции» (*Идельсон В. Р.* Кредит, банки и биржи. СПб., 1912. С. 40).

² Русские биржевые ценности 1914–15 гг. СПб., 1916. С. 53.

В период правления Николая I Положение о биржевых маклерах и Биржевом комитете были утверждены 1831 г., 5 октября 1832 г. был утвержден и устав биржи.

В 1796 г. в стране появилась вторая биржа – *Одесская*. В дальнейшем были учреждены биржи в основных торговых центрах: в 1816 г. – Варшавская, в 1837 г. – Московская, в 1842 г. – Рыбинская, в 1848 г. – Нижегородская. К 1916 г. в России насчитывалось около 80 бирж, основная масса которых возникла за относительно короткий промежуток времени, с 1904 по 1916 год, – 59 бирж.¹

Первоначально развитие операций с ценными бумагами на биржах было связано с возникновением и ростом государственного долга. Вплоть до начала XX в. на большинстве бирж торговали преимущественно хлебом и сахаром, а на Севере еще мехом и лесом. Только Санкт-Петербургская биржа к этому времени, по сути, превратилась в фондовую биржу так как основной объем торгов проходил с акциями предприятий, облигациями железных дорог и государственным долгом.

В 1900 г. изданием указа, в котором министру финансов предписывалось образовать особый фондовый отдел при Санкт-Петербургской бирже для торговли валютой и ценными бумагами, начинается период государственного регулирования рынка ценных бумаг. Этот закон предписывал передачу формирующегося фондового отдела в ведение особой канцелярии по кредитной части Министерства финансов. Позднее был издан еще ряд документов, регламентирующих деятельность фондовых отделов бирж:

– «Правила для фондового отдела С.-Петербургской биржи» (1901), в которых в полной мере нашли отражение основные принципы государственного контроля и регулирования торговли фондовыми ценностями;

– «Правило о допущении бумаг к котировке на фондовом отделе С.-Петербургской биржи» (1902). Рассмотренное правило дополнялось постановлением об ответственности лиц, входящих в обращение с ценными бумагами на С.-Петербургской бирже;

– «Правила для сделок по покупке и продаже иностранной валюты, фондов и акций на С.-Петербургской бирже» (1907). В них подробно регламентировались порядок заключения и исполнения сделок с ценными бумагами, а также последствия невыполнения условий сделок

Новые правила знаменовали собой начало проведения крупной биржевой реформы в России и способствовали формированию в Санкт-Петербурге крупнейшего организованного международного рынка ценных бумаг. В дальнейшем торговля акциями учреждаемых компаний, а также долговыми обязательствами получила быстрое распространение и на региональных биржах.

Биржевая информация о курсах ценных бумаг, динамике цен товаров составляла основу материалов знаменитой российской газеты «Биржевые ве-

¹ Большая Советская Энциклопедия. Т. 6. М.: Акционерное общество «Советская Энциклопедия», 1927. С. 375.

домости», которая издавалась с 1861 г. по 6 октября 1917 г. С 1893 г. газета выходила два раза в день и доставлялась к завтраку и обеду в банки и большинство ресторанов, трактиров и кофеен Санкт-Петербурга, Москвы и Одессы. Перед началом Второй мировой войны возможность читать газету дважды в день имели коммерсанты и банкиры в Одессе и Киеве, Львове и Черновцах, а также в ряде других крупных торговых городов европейской части Российской империи. «Биржевые ведомости» становились культурным достоянием просвещенной русской интеллигенции. Газета стала необходимым дополнением литературных, а также политических, философских и экономических споров по переустройству России.¹

В тот период сделки на фондовых отделах бирж заключались только за наличную плату, а все сложные виды сделок оставались под запретом. Это, безусловно, тормозило развитие предпринимательства на рынке ценных бумаг. Тем не менее перед началом Первой мировой войны на Санкт-Петербургской бирже котировались акции 295 промышленных предприятий, имевших основной капитал 1504 млн руб. 123 вида облигаций суммой 15 531 млн руб.² Значительная часть сделок осуществлялась с акциями железных дорог, коммерческих и земельных банков, нефтяных и металлургических предприятий, страховых компаний.

По правовому статусу все фондовые биржи можно разделить на три типа:

а) публично-правовые фондовые биржи, находящиеся под контролем государства. Государство полностью регламентирует их деятельность. Такой тип фондовых бирж распространен в Германии, Франции и других странах;

б) частные фондовые биржи, создающиеся в форме акционерных обществ и полностью самостоятельные в ведении биржевой торговли. Однако все сделки совершаются в соответствии с действующим в стране законодательством. Такие биржи характерны для Великобритании и США;

в) смешанные фондовые биржи, создающиеся в виде акционерных обществ, но при этом не менее 50% их капитала принадлежит государству. Подобные биржи распространены в Австрии, Швеции и Швейцарии. Торговля ценными бумагами происходит между членами биржи. Для организации торговли необходима лицензия.

Торговля осуществлялась между профессиональными участниками рынка ценных бумаг (брокерами, дилерами, управляющими ценными бумагами, банками, клиринговыми организациями и т. д.). К торгам на бирже допускались только достаточно качественные и высоколиквидные бумаги.

Руководство биржей осуществляется общим собранием членов биржи, к комплектации которого отнесено:

– определение количественного биржевого состава или совета директо-

¹ Ключников И. К., Молчанова О. А., Ключников О. И. Банки и биржи: опыт системного анализа. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2006. 296 с. (любезно подаренной д-ром экон. наук, профессором О. А. Молчановой).

² Русские биржевые ценности 1914–15 гг. С. 115.

ров;

- утверждение стратегических планов развития биржи;
- внесение изменений и дополнений в состав биржи или утверждение устава биржи в новой редакции;
- образование исполнительного органа биржи, досрочное прекращение его полномочий, если уставом биржи решение этих вопросов не отнесено к компетенции совета директоров или биржевого совета;
- избрание членов ревизионной комиссии (ревизора) биржи и досрочное прекращение их полномочий;
- утверждение годовых отчетов, бухгалтерских балансов, счета прибылей с убытков;
- утверждение сметы расходов на содержание совета и персонала биржи;
- прием новых членов биржи;
- принятие решения о прекращении деятельности биржи;
- утверждение и внесение изменений во внутрибиржевые нормативные документы.

Контроль над деятельностью биржи осуществляют структурные подразделения:

а) биржевой совет (руководил биржевой деятельностью в перерывах между общими собраниями);

б) ревизионная комиссия (осуществление контроля за финансово-хозяйственной деятельностью биржи, избирается общим собранием в соответствии с уставом биржи);

в) совет гувернеров (осуществление руководства биржей в периоды между общими собраниями. В его состав входили 23 представителя действительных членов биржи и общественности, а также президент биржи, исполнительный президент и директор);

- условия выплаты процентов и дивидендов по бумагам;
- технические вопросы.

Руководил фондовыми биржами Совет фондовых отделов бирж, утвержденный Министерством финансов.

Б. Советский период

После революции фондовый рынок практически прекратил свое существование. Организация фондовых бирж в СССР осуществлялась в соответствии с постановлением ВЦИК и СНК о валютных операциях. На фондовом отделе бирж допускались сделки по купле-продаже:

- 1) иностранной валюты и векселей;
- 2) чеков и иных платежных документов;
- 3) золота и серебра в слитках;
- 4) государственных ценных бумаг;
- 5) облигаций государственных и кооперативных предприятий;
- 6) иностранных ценных бумаг, допущенных к обращению в СССР.

Первые фондовые биржи на территории СССР появились в 1990 г.

В. Современный период

В настоящее время в России насчитывается около 60 фондовых бирж, и можно говорить, что фондовый рынок в современной России сложился.

Процесс формирования рынка ценных бумаг в России можно разбить на несколько этапов.

1. В 1991–1992 гг. в России открываются первые фондовые биржи и фондовые отделы товарных бирж, где первоначально центральное место занимала покупка и продажа опционов, депозитных, сберегательных и инвестиционных сертификатов.

Положительными моментами развития фондовых бирж были:

а) внедрение наиболее крупными фондовыми биржами – Московской центральной, Московской международной, Санкт-Петербургской и Сибирской – метода листинга – предпродажной проверки акций на обеспеченность активами;

б) рост профессионализма кадров фондовых бирж и брокерских компаний, освоение новых видов ценных бумаг, а также улучшение технической оснащенности фондовых бирж;

в) создание государственных органов, регулирующих деятельность рынка ценных бумаг;

г) создание Федерации фондовых бирж, объединяющей фондовые биржи и фондовые отделы всех регионов Российской Федерации.

2. В 1992 г. произошел массовый выпуск нового вида ценных бумаг – государственных приватизационных чеков, рассчитанных на все население России, с целью вложить их в акции предприятий.

3. В период 1993–1996 гг. рынок ценных бумаг получил наиболее активное развитие. На рынке появляются новые виды ценных бумаг:

а) крупные предприятия, на которых произошло акционирование, стали выпускать свои облигации с целью финансирования проектов по созданию новой конкурентной продукции;

б) выпускаются государственные краткосрочные облигации для покрытия дефицита федерального бюджета. Однако государство получает доход лишь при первой продаже, затем они приносят многократные доходы банкам и другим кредитным учреждениям;

в) Министерство финансов приступило к выпуску золотого сертификата, содержащего кг золота с пробой 0,9999, в 1993 г.

4. С апреля 1995 г. началась широкомасштабная продажа акций приватизированных предприятий на денежных аукционах и конкурсах, что явилось шагом к формированию цивилизованного рынка ценных бумаг.

22 апреля 1996 г. был принят Федеральный закон № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»,¹ для которого характерны:

¹ ФЗ № 39 «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. (в ред. федеральных законов от 26.11.1998 № 182-ФЗ, от 08.07.1999 № 139-ФЗ, от 07.08.2001 № 121-ФЗ, от 28.12.2002 № 185-ФЗ, от 29.06.2004 № 58-ФЗ, от 28.07.2004 № 89-ФЗ, от 07.03.2005 № 16-ФЗ, от 18.06.2005 № 61-ФЗ, от 27.12.2005 № 194-ФЗ, от 05.01.2006 № 7-ФЗ, от 15.04.2006 № 51-ФЗ, от 27.07.2006 № 138-ФЗ, от 16.10.2006 № 160-ФЗ, от 30.12.2006 № 282-ФЗ, от 17.05.2007 № 83-ФЗ, с изм., внесенными Федеральным законом от 26.04.2007 № 63-ФЗ).

- учет особенностей российского рынка ценных бумаг и нормативных актов, изданных за время развития рынка органами исполнительной власти;
- непротиворечивость другим законодательным актам;
- признание смешанной модели фондового рынка, включающей в себя как коммерческие банки, так и небанковские инвестиционные учреждения;
- усиление государственного надзора над рынком ценных бумаг;
- единство государственного регулирования рынка ценных бумаг.

Во второй половине девяностых годов ценные бумаги заняли свое место в системе экономических отношений России и Украины, чем обусловили необходимость их детального изучения с точки зрения экономики, права, финансов, учета и т. п.

1.1.2. Научные подходы к определению понятия ценных бумаг

Понятие ценных бумаг многогранно, поскольку сами экономические отношения, предусматривающие, их очень сложные, постоянно видоизменяющиеся и развивающиеся, что находит свое выражение в новых и новых формах существования ценных бумаг.

Основные подходы к определению понятия ценных бумаг, встречающиеся в современной науке, представлены на рис 1.1.

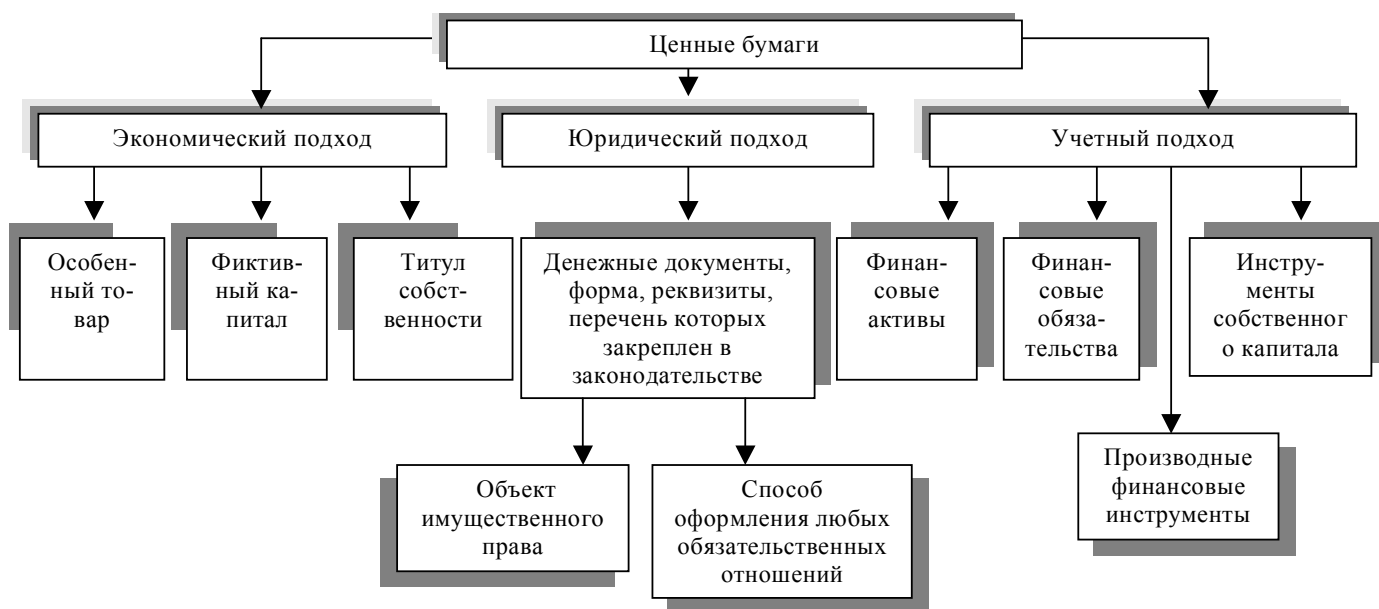


Рис. 1.1. Научные подходы к определению понятия ценных бумаг

В условиях рынка его участники вступают между собой в многочисленные отношения, в том числе по поводу передачи денег и товаров. В этом понимании *ценные бумаги* – такая форма фиксации рыночных отношений между участниками рынка, которая сама является объектом этих отношений. Иными словами, заключение соглашения между участниками рынка

состоит в передаче или купле-продаже ценных бумаг в обмен на деньги или товар.

Но ценные бумаги – особый товар, существующий в форме, отличной от натурально-вещевой или денежной. Как товар, ценные бумаги имеют потребительскую стоимость (способность удовлетворять нужды потребителей) и меновую стоимость (способность к обмену и привлечению определенной суммы капитала), что и определяет их ценность. Способность ценных бумаг быть носителями потребительской и меновой стоимости можно рассматривать как полезность. В то же время, как товар специфический, ценные бумаги имеют собственные закономерности ценообразования. Будучи свидетельством части дохода, цена ценных бумаг определяется не стоимостью реально функционирующего капитала, а в первую очередь прибыльностью компании, а также субъективной оценкой их изменения, осуществляемой участниками фондового рынка.

Итак, ценные бумаги можно рассматривать как товар, но товар особого рода, связанный не с юридическим статусом субъекта (является ли он юридическим лицом или физическим), а с его имущественным состоянием. Именно в имущественном состоянии кроется причина, почему одни нуждаются в кредитах и прибегают для их получения к выпуску долговых обязательств – ценных бумаг, а другие могут их кредитовать (финансировать) путем инвестирования своих средств в эти же бумаги.¹ Кроме того, определяя экономическую категорию, необходимо выделить систему отношений, с которой связано ее существование. *Итак, ценные бумаги – это система экономических отношений по поводу оформления договора об обмене сегодняшней стоимости (денег) на будущую стоимость (покупательную способность), при этом одна из сторон получает определенные имущественные права.*

Определяющим для природы ценных бумаг является характер их эмитирования. *Цель государственной эмиссии – оперативно, рыночными методами управлять размерами государственного долга и, как следствие, – размерами бюджетного дефицита и уровнем инфляции.* Мотивы организаций и финансовых институтов при эмитировании ценных бумаг могут быть двойственными и связаны или с необходимостью осуществления хозяйственной деятельности, или с желанием получения дохода определенного размера, регулярности, стабильности и т. п. Особый характер ценных бумаг как товара заключается и в особом – по отношению к реальным инвестициям – характере их обращения (обращение самостоятельное, но под влиянием изменений, происходящих в реальных инвестициях, капитале).

Среди научных работников существует много подходов к определению понятия ценных бумаг. В частности, существует точка зрения на ценные бумаги как документы, которые отделены от соглашения относительно купли-продажи займов или долей предприятий и начали самостоятельную жизнь, выполняя при этом некоторые функции денег и приобретая целиком новые

¹ Романишин В. О. Ринок цінних паперів в перехідній економіці. К., 1997. 268 с.

свойства;¹ и как права на ресурсы, которые обособлены от своей основы и имеют собственную материальную форму (например, в виде бумажного сертификата, записи по счетам и т. п.).²

Международной практикой ценные бумаги определены как письменные документы, являющиеся долевыми бумагами корпораций (акции) или свидетельствующие о задолженности (облигации, ноты, сертификаты);³ обычные и привилегированные акции и облигации, являющиеся оборотными и выпускаемыми корпорациями и правительственными ведомствами;⁴ понятие, включающее акции, равно как и облигации, ноты и другие свидетельства о задолженности;⁵ инвестиции, принимаемые форму акции или облигации;⁶ сертификаты, которые представляют собственность на имущество и на основе которых может состояться передача или исполнение прав на имущество.⁷ Кроме того, ценные бумаги рассматриваются как документы, представляющие требования к реальным (физическим) активам⁸ и являющиеся титулом собственности или правом на получение дохода.⁹

Перечень ценных бумаг разнообразен, разнообразны и подходы к содержанию тех экономических отношений и к тем объектам, которые выражают ценные бумаги; в разной степени подчеркивается необходимость их документальной формы и т. п.

Ценные бумаги являются таким товаром, который имеет значение не сам по себе, а лишь как представитель, инструмент соответствующего рынка, нужды которого они и обслуживают. При этом ценные бумаги выступают как отражение стоимости инвестиций (капитала). Поэтому собственная внутренняя стоимость ценных бумаг (на бумажном носителе) равняется стоимости изготовления самой бумаги.¹⁰ В связи с этим ценные бумаги выступают как фиктивный капитал, «представительская форма реального капитала, отличная от его товарной, производительной и денежной формы, которая может передаваться за него, находиться в обращении на рынке как товар и приносить доход».¹¹

¹ Мендрул О. Г., Шевчук І. А. Ринок цінних паперів. К.: КНЕУ, 1998. 152 с.

² Мельник В. А. Ринок цінних паперів. Довідник керівника підприємства. Спеціальний випуск. К.: А.Л.Д., ВІРА-Р, 1998. 560 с.

³ Banking Terminology. Wash.: American Bankers Association, 1989. 319 p.

⁴ Wuyckoff P. The Language of Wall Street. New York: Hopkison and Blake, 1973. 203 p.

⁵ Glossary of Fiduciary Terms. Wash.: American Bankers Association, 1968. 520 p.

⁶ Perrick G. Hanson. Dictionary of Banking and Finance. London: Pulman Publishing Ltd., 1985. 590 p.

⁷ Securities Market in Japan. Tokyo: Japan Securities Research Institute, 1985. 310 p.

⁸ Eugene F. Brigham, Louis C. Gapenski. Intermediate Financial Management. New York: the Dryden Pres, 1985. 420 p.

⁹ World Bank Glossary. Wash.: The World Bank, 1991. 260 p.

¹⁰ Каратуев А. Г. Ценные бумаги: виды и разновидности. М.: Изд-во «БЕК», 1997. 235 с.

¹¹ Гранцев І. В., Довгий С. О. та ін. Приватизація, інвестиції та фондовий ринок: правові засади та практика: В 4 т. К.: ВАТ «Укртелеком», 2001. Т. 4: Цінні папери та фондовий ринок. 725 с.

Ценные бумаги являются специфическим товаром, у которого по сравнению с нормальным товаром крайне смещен ценообразующий баланс между собственной стоимостью и потребительной стоимостью в пользу последнего. Отсюда теоретически цена фондовой бумаги определяется степенью ее полезности для продавца (эмитента) и покупателя (инвестора). Потребительная стоимость ценной бумаги с точки зрения инвестора определяется на основе анализа прибыльности, ликвидности и степени риска данного помещения капитала. Результаты анализа сопоставляются с альтернативными формами вложения средств (например, приобретение объектов недвижимости, золота, товаров, размещением денег на банковском счете).

Потребительная стоимость ценной бумаги для эмитента состоит в возможности привлечь средства на срок по определенной процентной ставке. В случае выпуска облигаций их потребительная стоимость сравнивается с аналогичными по срокам погашения банковскими кредитами. При эмиссии акций анализируются преимущества от «нераспыленного» владения капиталом, «прибыли от контроля», планируемым размером дивидендов и т. п.

Кроме того, ценные бумаги – это особый инвестиционный товар. Вне обмена они являются свидетельствами об инвестициях. Инвестиционными товарами они становятся в силу того, что способны приносить доход.

Все разновидности ценных бумаг представляют собой право на капитал, что придает ценным бумагам однородность, делает их качественно и количественно соизмеримыми и, более того, взаимозаменяемыми. Указанное свойство ценных бумаг определяет технику фондовых сделок: взаимная задолженность инвесторов погашается, а денежный капитал необходим лишь для компенсации сальдо сделок.

Таким образом, ценные бумаги являются особым специфическим товаром, имеющим собственную сферу обращения, свою разветвленную инфраструктуру, позволяющую эффективно функционировать огромному количеству видов и типов инструментов фондового рынка.

С появлением ценных бумаг права должника (эмитента ценных бумаг) и кредитора (владельца ценных бумаг) приобрели имущественную форму правоотношений. В отличие от конкретизации взаимоотношений между должником и кредитором, которая закладывается в договор, ценные бумаги характеризуются некоторой неопределенностью стороны, которой адресуются обязательства эмитента. Кто становился владельцем ценной бумаги, тот и получал права, удостоверяемые ценной бумагой. Это позволило отделить обращение ценных бумаг, являющихся обязательствами эмитента, от самого эмитента, а также сделать такое обращение более свободным, или публичным. Для этого в печатной ценной бумаге были установлены реквизиты, четко устанавливающие обязательства эмитента перед владельцем ценной бумаги. Именно такие ценные бумаги и сегодня существуют во многих странах.

Ценная бумага определена документом, удостоверяющим право владения и устанавливающим взаимоотношения между владельцем ценной бумаги и эмитентом. Установленная законодательством «денежность» ценных бумаг не разрешает отождествлять ценные бумаги и денежные средства. Ценные

бумаги отражают процессы, происходящие внутри капитала и на фондовом рынке, а деньги – процессы, происходящие внутри всего товарного мира. Деньги – мера национального богатства, активов, пассивов и имущества отдельного предприятия и частного лица. Деньги – мера капитализации (объема выпуска) ценных бумаг. Ценные бумаги – это титул собственности, а деньги – показатель богатства.¹

Итак, понятие ценных бумаг связано прежде всего с понятием документа. Некоторые авторы² (М. Агарков, В. Белов, Г. Шершеневич) утверждают, что ценные бумаги – это документы, другие (А. Майфат,³ Савиньи) – что это что-то, указанное в документе.

Например, А. Майфат считает, что только относительно института ценных бумаг привилегированное место занимает форма (в виде документа), которая и является чертой, определяющей и конструирующей главное понятие института, в то время как в других институтах гражданского права первичной является черта, характеризующая содержание понятий данных инструментов. При этом А. Майфат придерживается позиции законодательства США, которое понимает под ценными бумагами прежде всего не документ, а совокупность имущественных прав, принадлежащих инвестору независимо от формы.

В то же время, М. Агарков, В. Белов, Г. Шершеневич рассматривают термин «ценные бумаги» в буквальном понимании, т. е. речь идет о бумаге как материальном объекте, имеющем некоторую ценность.

Позиция А. Майфата более близка к юридической сути ценных бумаг, поскольку их ценность определяется воплощенными в них правами.

Понятие «ценная бумага» содержит в себе комплекс юридических и экономических характеристик. Согласно Гражданскому кодексу Российской Федерации, ценная бумага – *это документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении*. Отличительной чертой ценных бумаг является то обстоятельство, что при совершении гражданско-правовых сделок с ними нельзя передать только часть прав, удостоверяемых ценной бумагой. С передачей ценной бумаги переходят все удостоверяемые ею права в совокупности.

Ценным бумагам присуща строгая формализация: для каждой ценной бумаги законодательно устанавливаются перечень удостоверяемых ею прав, обязательные реквизиты, форма ценной бумаги и иные требования. Как указывается в ст. 144 ГК РФ, «отсутствие обязательных реквизитов ценной бу-

¹ Каратуев А. Г. Ценные бумаги: виды и разновидности.

² Агарков М. М. Основы банковского права. Учение о ценных бумагах. М.: Финстатинформ, 1994. 356 с.; Белов В. А. Ценные бумаги в российском гражданском праве. М., 1996. 615 с.; Шершеневич Г. Ф. Курс торгового права: В 2 т. СПб., 1908. Т. 2. 320 с.

³ Майфат А. В. Ценные бумаги (сравнительный анализ понятий в правовых системах России и США) // Государство и право. 1997. № 1. С. 85–89.

маги или несоответствие ценной бумаги установленной и для нее форме влечен ее ничтожность».¹

Итак, ценная бумага – это юридический документ, связанный с возникновением имущественного права, которое не может быть реализовано или передано другому лицу без наличия такого документа. Ценной бумагой признается документ, удостоверяющий имущественное право или отношения займа владельца документа к выпустившему его лицу, которые могут быть осуществлены только при предъявлении подлинника этого документа. Право, удостоверенное ценной бумагой, может быть переуступлено другому лицу лишь путем передачи ценной бумаги.

Юридическое определение ценных бумаг преобладает не только в юридической, но и в экономической литературе.² И хотя исторически это определение вытекает из общемировой тенденции (уже в конце XVIII в. ценные бумаги в Европе определяли как документы, предъявление которых необходимо для осуществления выраженного в них права), тем не менее оно не очень удачно. Во-первых, не следует отдельно подчеркивать, что ценные бумаги удостоверяют право владения или отношения займа, поскольку последние предусматривают имущественное право заимодателя. Кроме того, ценные бумаги могут предоставлять их владельцу целый комплекс прав – как имущественных, так и неимущественных, а не только право владения. Во-вторых, такое определение разрешает отнести к категории ценных бумаг ряд документов, на самом деле не являющихся такими.³ По мнению профессора Н. Нерсесова, ценные бумаги, в сущности, являются воплощенными в документе обязательствами.⁴

Именно взгляд на ценные бумаги как на обязательство является существенным отличием принципов англосаксонского права от континентального, рассматривающего ценные бумаги как имущество и обязательственные права, вытекающие из права собственности.

Итак, *ценные бумаги* – это диалектическая категория, и в юридическом смысле их *следует рассматривать с точки зрения взаимоотношений, возникающих между лицом, их выпустившим, и их владельцем*. В данном случае для одной стороны таких взаимоотношений ценная бумага является воплощением определенных прав, а для другой – воплощением определенных обязательств, вытекающих из данного документа.

Как экономический товар, продаваемый на рынке, ценная бумага может быть определена так: ценная бумага – это коммерческий документ, выпускаемый государством или корпорациями, который удостоверяет право

¹ Данная норма ограничивает возможность появления на рынке ценных бумаг разного рода суррогатов, (какими были, например, билеты МММ).

² Такой подход к определению понятия ценных бумаг воплощен в Законе Украины «О ценных бумагах и фондовом рынке» от 23.02.2006 г. № 3480-IV, с изм. и доп.

³ *Ефимова Л. Г.* Банковское право: Учеб. и практ. пособие. М.: Изд-во БЕК, 1994. 390 с.

⁴ *Нерсесов Н. О.* Избранные труды по представительству и ценным бумагам в гражданском праве. М.: Статут, 1998. 520 с.

собственности на вложенный капитал и приносит владельцу ценной бумаги доход.

1.1.3. Характеристика и свойства ценных бумаг

Ценные бумаги обладают следующими основополагающими экономическими характеристиками:

- 1) *ликвидность* – способность ценной бумаги к реализации;
- 2) *доходность* – отношение дохода, полученного от ценной бумаги, к инвестициям в нее;
- 3) *надежность* – способность выполнять возложенные на нее функции в течение определенного промежутка времени и в условиях изменяющегося рынка;
- 4) *наличие самостоятельного оборота* – существование специфических стадий в процессе обращения ценной бумаги.

Далее необходимо отметить, что ценные бумаги имеют определенный набор характеристик:

- 1) *срочные*:
 - срок существования ценных бумаг: когда выпущены в обращение, на какой период времени или бессрочно;
 - происхождение: ценная бумага происходит от своей первичной основы (товар, деньги) или от других ценных бумаг;
- 2) *пространственные*:
 - форма существования: бумажная или, с юридической точки зрения, документарная форма или безбумажная (бездокументарная);
 - национальная принадлежность: ценная бумага отечественная или другого государства (иностранная);
 - территориальная принадлежность: в каком регионе страны выпущена данная ценная бумага;
- 3) *рыночные*:
 - тип актива, положенный в основу ценной бумаги, или ее исходная основа (товары, деньги, совокупные активы фирмы и т. п.);
 - порядок владения: ценная бумага на предъявителя или на конкретное лицо (юридическое или физическое);
 - форма выпуска: эмиссионная, т. е. ценные бумаги выпускают отдельными сериями, внутри которых все ценные бумаги абсолютно одинаковые по своим характеристикам, или неэмиссионная (индивидуальная);
 - форма собственности и вид эмитента: государство, корпорации, частные лица;
 - характер обращения: свободно находятся в обращении на рынке или есть ограничения;
 - экономическая сущность с точки зрения вида прав, которые предоставляет ценная бумага;
 - уровень риска: высокий, низкий и т. п.;

– наличие дохода: выплачивается по ценной бумаге какой-либо доход или нет;

– форма вложения средств: инвестируются деньги в долг или для приобретения прав собственности.¹

К ценным бумагам предъявляются следующие требования:

а) они должны иметь номинальную цену;

б) должен быть установлен срок их обращения;

в) должен быть установлен фискальный режим – условия выплат.

Иными словами, ценные бумаги должны обладать следующими свойствами:

– *обращаемость* – ценная бумага свободно покупается и продается, а также является самостоятельным платежным инструментом;

– *доступность* для гражданского оборота: ценная бумага может быть предметом разных соглашений (купли-продажи, дарения, хранения, комиссии), является объектом гражданских отношений;

– *стандартность* – ценная бумага по своей сути должна иметь стандартность прав, присущих ценным бумагам, соглашений, т. е. иметь стандартное содержание;

– *серийность* – возможность выпуска ценных бумаг однородными сериями, классами;

– *документальность* – ценная бумага является документом, независимо от того, существует она в форме бумажного сертификата или в безналичной форме записи по счетам;

– *регулируемость и признание* государством (ценные бумаги должны быть признаны государством в качестве таковых, что обеспечит им хорошую регулируемость и доверие населения);

– *рыночность* (ценная бумага существует как особый товар, который имеет свой рынок с присущей ему организацией, правилами работы на нем и т. д.);

– *ликвидность* (способность ценной бумаги быстро продаваться на рынке и превращаться в денежные средства);

– *риск* (возникновение потерь, связанных с вложениями в ценные бумаги).

Ценные бумаги как финансовые и денежные документы проявляют свои свойства как:

– документы, подтверждающие участие или членство в организации-эмитенте (акции, долевые сертификаты, паевые свидетельства, сертификаты участия в инвестиционных фондах и др.). В контексте рынка ценных бумаг принадлежность к организации-эмитенту, участие или членство в ней означает наличие у владельца данной ценной бумаги возможности принимать участие в управлении эмитентом, т. е. принимать участие в общем собрании

¹ Гранцев І. В., Довгий С. О. та ін. Приватизація, інвестиції та фондовий ринок: правові засади та практика: В 4 т. К.: ВАТ «Укртелеком», 2001. Т. 4: Цінні папери та фондовий ринок. 725 с.

акционеров или участников, голосовать, вносить предложения, выдвигать кандидатуры в выборные руководящие органы эмитента, получать информацию, касающуюся деятельности и финансового состояния эмитента, принимать участие в распределении имущества эмитента при его ликвидации;

– долговые документы, т. е. денежные документы, свидетельствующие о наличии между эмитентом и владельцем ценной бумаги кредиторско-дебиторских отношений (разные виды облигаций, свидетельства о задолженности, векселя, коммерческие бумаги и др.). При приобретении долговых документов их владелец получает статус кредитора эмитента, а не владельца имущества эмитента. И, наоборот, при приобретении ценных бумаг, подтверждающих участие или членство, их владелец получает статус владельца имущества эмитента, а не кредитора. При дебиторско-кредиторских отношениях право на участие в управлении делами эмитента не предоставляется;

– средство платежа (расчетов), т. е. выполняют одну из денежных функций. Выполнение денежной функции ценными бумагами возможно потому, что они также имеют стоимость;

– средство обеспечения выполнения обязательств. В ряде случаев при выполнении определенных обязательств существует вероятность или риск того, что они могут быть не выполнены. Для уменьшения такой вероятности или 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;

– практика рыночных отношений диктует все новые и новые возможности возникновения разных финансовых инструментов. Именно из них и формируется мир ценных бумаг.

К ценным бумагам не относятся:

– документы, подтверждающие получение банковского кредита (в частности, кредитный договор);

– документы, подтверждающие депонирование денежных сумм в банке (за исключением депозитного и сберегательного сертификатов);

– долговые расписки (не путать с векселями!);

– завещания;

– лотерейные билеты;

– страховые полисы и пр.

В некоторых странах главным критерием, по которому одни финансовые или денежные документы считаются ценными бумагами, а другие нет, является законодательное закрепление перечня ценных бумаг. Здесь нужно обратить внимание на ряд важных моментов.

Во-первых, в ряде стран существует нормативно-правовой перечень ценных бумаг, т. е. перечень денежных документов, имеющих статус ценной бумаги.

Во-вторых, указанный перечень, как правило, закрепляется законом, т. е. в актах, которые имеют юридическую силу.

В-третьих, перечень ценных бумаг, содержащийся в законах разных стран, может быть исчерпывающим или открытым. Это означает, что в первом случае ценными бумагами признаются лишь те денежные документы, которые прямо указаны в перечне, а другие не могут считаться таковыми. Когда же перечень является открытым, то к категории ценных бумаг относятся все денежные документы, перечисленные в законе, а также другие, не указанные в перечне, если они удовлетворяют установленным законом требованиям.¹

В-четвертых, перечни ценных бумаг могут быть широкими и узкими. Например, в новой редакции Закона Украины «О ценных бумагах и фондовом рынке» предусмотрен широкий перечень видов ценных бумаг – 15: акции, инвестиционные сертификаты, облигации местных займов, облигации предприятий, государственные облигации Украины, казначейские обязательства Украины, сберегательные (депозитные) сертификаты, векселя, ипотечные облигации, ипотечные сертификаты, залоговые, сертификаты фондов операций с недвижимостью (ФОН), приватизационные бумаги, производные ценные бумаги, товарораспорядительные ценные бумаги.

Японский закон «О ценных бумагах и фондовой бирже» (1948) содержит менее широкий перечень – 9 видов ценных бумаг: акции, правительственные облигации, местные облигации, специальные облигации юридических лиц, обеспеченные и не обеспеченные облигации юридических лиц, инвестиционные сертификаты, которые выпускаются юридическими лицами и созданы в соответствии со специальным законодательством, бенефициарные сертификаты трастов, ценные бумаги, выпущенные иностранными государствами или иностранными юридическими лицами, имеющие такой же статус, что и вышеперечисленные ценные бумаги, сертификаты, выпущенные по распоряжению правительства.

Закон США о ценных бумагах (1933) содержит еще более широкий перечень ценных бумаг. В соответствии с этим Законом термин «ценная бумага» означает «любую краткосрочную облигацию, пай, казначейскую долю, государственную облигацию, обеспеченную облигацию, долговое свидетельство, сертификат участия в любом доходно-распределительном соглашении, сертификат траста с обеспеченными активами, учредительный сертификат, сертификат о подписке на ценные бумаги, акцию в обращении, инвестиционный контракт, сертификат траста с правом голоса, депозитный сертификат, долю в неделимом пае нефте- и газопредприятия или другие права на полезные ископаемые, любой опцион покупателя, продавца, двойной опцион или привилегию, связанную с любой ценной бумагой, депозитным сертификатом или с группой ценных бумаг, или с ценными бумагами, которые базируются на индексных показателях или на стоимостных индексах, или любой опцион покупателя, продавца, или двойной опцион, или привилегию, полученную на

¹ Например, Японский закон «О ценных бумагах и фондовой бирже» (1948), Закон Украины «О ценных бумагах и фондовом рынке» в редакции 2006 г. содержат исчерпывающий перечень, в США в «Законе о ценных бумагах» (1933) перечень открыт.

национальной фондовой бирже и связанную с иностранной валютой или вообще любой инструмент, известный как «ценная бумага», или любое свидетельство о принадлежности или участии, временный или промежуточный сертификат, расписку, гарантию или вариант, или право на подписку, или право на приобретение всего вышеперечисленного.¹

В-пятых, каждый национальный рынок ценных бумаг, кроме большого количества общих с другими национальными рынками черт, имеет свои особенности. Эти особенности могут быть реальными, что объясняется историческим развитием данной страны, а могут иметь и лингвистическое происхождение. Например, если сравнить перечни ценных бумаг, содержащиеся в вышеприведенных японском и американском законах, то становится очевидным, что при определении видов ценных бумаг японский подход является более «жестким», а американский – относительно «свободным». В Японии закон больше следит за тем, чтобы только определенные денежные документы были ценными бумагами. В то же время право США готово признать в качестве ценных бумаг значительно большее количество денежных документов. Для законодательства Японии – исходя из национально-исторических особенностей – не свойственно употреблять выражения типа «любой инструмент, который понимается как ценная бумага». И наоборот, термин «сертификат участия в доходно-распределительном соглашении» или другие термины представляют собой особенности эволюции американского рынка.

Лингвистические отличия проявляются двояко. Кое-где ценные бумаги, которые имеют аналогичный статус, называются разными терминами. Например, в Европе краткосрочные обязательства государства иногда называют «драфтом», в США – «биллем». С другой стороны, один и тот же термин может иметь разные значения. Так, письменное долговое свидетельство «debenture» в США означает ценную бумагу, обеспеченную репутацией, а не активами эмитента, в Великобритании же, наоборот, – ценная бумага, обеспеченная активами эмитента. Термин «доходные облигации» в Великобритании используется для определения облигаций с фиксированным процентом, которые выпускаются 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, а совет директоров примет положительное решение о выплате процентов.²

1.2. Виды и классификации ценных бумаг

Наиболее типичными видами ценных бумаг, которые выпускаются и находятся в обращении на рынках ценных бумаг разных стран мира, являются такие виды: *акции, облигации, депозитные сертификаты, векселя, инвес-*

¹ Колесник В. В. Введение в рынок ценных бумаг. К.: Изд-во «А.Л.Д», 1995. 176 с.

² Пилипенко І. І., Жук О. П. Цінні папери в Україні. К.: ІВЦ Держкомстату України. 2001. 305 с.

тиционные сертификаты. В некоторых странах Восточной Европы, СНГ, включая Россию и Украину, к категории ценных бумаг относят приватизационные бумаги.

В современной науке теоретически обоснованы системно-комплексные подходы к определению признаков классификации ценных бумаг.

1.2.1. Принципы классификации ценных бумаг

Любая классификация довольно условная, и все зависит от того, с точки зрения какого субъекта рынка рассматриваются те или другие ценные бумаги. Именно поэтому отнесенная не к своей группе ценная бумага приносит неоправданные доходы или расходы.

Различают классификации ценных бумаг и классификации видов ценных бумаг.

Классификации видов ценных бумаг – это группировка ценных бумаг одного и того же вида, разделение видов ценных бумаг на подвиды. В свою очередь, подвиды могут делиться еще дальше. Каждая низшая классификация входит в состав той или другой высшей классификации. Например, акция – один из видов ценных бумаг. Но акция может быть простой и привилегированной. Простая акция может быть такой, что имеет один голос или много голосов, с номиналом или без номинала.

По типу использования различают *инвестиционные ценные бумаги*, являющиеся объектом для вложения капитала, и *неинвестиционные*, обслуживающие денежные расчеты на товарных или других рынках.

Капитальные ценные бумаги предназначены для образования или увеличения капитала компаний, нацеленных на получение прибыли, которой они затем поделятся с покупателями (держателями). К числу капитальных ценных бумаг относят акции, облигации, паи кооперативов, инвестиционные сертификаты, закладные листы и их разновидности.

Денежные ценные бумаги предназначены для обеспечения непрерывности кругооборота промышленного, коммерческого и банковского капитала. К ним относятся коммерческие и финансовые векселя сроком до 1 года, банковские акцепты, коммерческие бумаги, эмитируемые частными компаниями на срок от 10 до 180 дней, краткосрочные сберегательные бонусы и депозитные сертификаты, эмитируемые банками, казначейские векселя, облигации, эмитируемые правительствами всех уровней сроком на 3, 6, 9 и 12 месяцев.

Денежные ценные бумаги созданы для оформления заимствования денег на сравнительно короткие сроки, в связи с чем их называют долговыми ценными бумагами. Они позволяют банкам и иным коммерческим учреждениям вкладывать высвобожденные денежные средства на короткий срок.

Денежные обязательства, выражаемые денежными ценными бумагами, погашаются в течение 1 года. Доход от покупки и держания таких ценных бумаг носит разовый характер. Форма их не предусматривает специальных атрибутов, являющихся основанием для получения дохода.

Ценные бумаги денежного рынка имеют отличительные особенности:

– обычно их срок погашения не превышает 12 месяцев;
– они обладают довольно высокой ликвидностью, поскольку могут свободно продаваться и покупаться инвесторами на вторичном рынке ценных бумаг;

– как правило, они размещаются эмитентом по дисконтной цене.

Наиболее распространенным видом ценных бумаг денежного рынка является *вексель* – письменное долговое обязательство строго установленной формы, дающее беспорное право его владельцу по истечении срока обязательства требовать с заемщика уплаты обозначенной на векселе суммы денежных средств.

Различают:

1) простой вексель (соло-вексель). Выписывается заемщиком и представляет собой обязательство об уплате долга кредитору;

2) переводный вексель (тратта). Отличается от простого тем, что его выписывает не заемщик, который брал в долг товары, а кредитор, который, в свою очередь, по отношению к другому предпринимателю был заемщиком. Векселя делятся на частные и казначейские.

Казначейские векселя выпускаются государством для покрытия своих расходов и являются частью краткосрочного государственного долга. *Частные векселя* делятся на:

1) *коммерческие векселя*. Выписываются на основании реальных сделок по купле-продаже товаров в кредит;

2) *финансовые векселя*. Не подкрепляются товарами и выдаются бизнесменами с целью получения взамен векселей денег в банках. После выдачи вексель может оставаться у кредитора, быть передан другому лицу в уплату за товары либо использован для получения кредита в банке.

Передача требований по векселям обычно производится посредством индоссамента – специальной передаточной надписи на векселе, удостоверяющей переход прав по этому документу к другому лицу. Проставляется обычно на обратной стороне документа или на отдельном листе. Лицо, передающее вексель, называется *индоссантом*, а лицо, получающее вексель, – *ремитентом*.

Различают несколько видов индоссаментов:

1) *полный (именной) индоссамент*. Он указывает лицо, кому или по чьему приказу должен быть совершен платеж;

2) *бланковый индоссамент*. Он состоит из подписи индоссанта и не указывает лица, которому переуступается вексель;

3) *инкассовый индоссамент*. Это такая передаточная надпись, по которой принимающее вексель лицо вправе производить только взыскание по векселю.

Аваль – это специальное вексельное поручительство, посредством которого полностью или частично гарантируется платеж. Лицо, совершившее аваль (авалист), принимает ответственность за выполнение обязательств акцептантом, векселедателем или индоссантом. Авалистом же могут быть третье лицо или одно из лиц, подписавших вексель. Объем и характер ответ-

ственности авалиста соответствуют объему и ответственности лица, за которое дан аваль. Оплачивая вексель, авалист становится векселедержателем и имеет право обратного требования не только к тому, за кого он дал гарантию, но и ко всем обязанным по векселю лицам.

Корпоративные векселя – ценные бумаги, выпускаемые промышленными, транспортными и энергетическими компаниями с целью погашения задолженности перед местным бюджетом и государственными внебюджетными фондами.

Особенности обращения векселей заключаются в следующем:

- 1) значительный разброс цен на рынке;
- 2) ограниченный круг участников на рынке корпоративных векселей;
- 3) выдвигание эмитентом в ряде случаев дополнительных условий и ограничений;
- 4) использование векселя как средства расчета с кредиторами.

К ценным бумагам денежного рынка относится такой платежно-расчетный документ, как *чек*, являющийся письменным распоряжением владельца текущего счета банку выдать или перечислить определенную сумму с этого счета.

По своей экономической сути чек является переводным векселем, плательщиком по которому всегда является банк, выдавший этот чек.

Чек по российскому законодательству выписывается на срок до 10 дней и погашается только в денежной форме при его предъявлении в банк.

Чек имеет следующие основные виды:

- 1) *именной чек*. Выписывается на конкретное лицо с оговоркой «не по приказу», что означает невозможность дальнейшей передачи чека другому лицу;
- 2) *ордерный чек*. Выписывается на конкретное лицо с оговоркой «по приказу», означающей, что возможна дальнейшая передача чека этому лицу;
- 3) *расчетный чек*. По нему не разрешена оплата наличными деньгами;
- 4) *денежный чек*. Предназначен для получения наличных денег в банке.

Если чек выписывается в иностранной валюте, то она выдается чекодателю только при наличии оговорки «эффе́ктив». При отсутствии такой оговорки чек оплачивается в местной валюте по курсу для платежа.

При перевозке грузов в международном сообщении, который представляет собой ценную бумагу, удостоверяющую право владения перевозимым грузом товаром используется *коносамент*.

Коносамент – это документ стандартной формы, принятой в международной практике, на перевозку груза, который удостоверяет его погрузку, перевозку и право на получение. Коносамент выдается перевозчиком груза с указанием принятия груза к перевозке с обязательством доставить его в пункт назначения и выдать законному держателю.

Формы коносамента следующие:

- 1) *на предъявителя*, т. е. предъявитель коносамента является владельцем груза. Он составляется в нескольких экземплярах, о количестве которых

делается отметка на каждом из них. При передаче груза по одному остальные теряют силу;

2) *именной* – в нем указан определенный получатель груза;

3) *ордерный* – передача коносамента от одного лица к другому осуществляется с помощью передаточной надписи на нем (индоссамента) – «приказ отправителя» или «приказ получателя». Это самая распространенная форма коносамента.

Коносамент является документом, в котором никакие изменения невозможны.

Коносамент имеет следующие реквизиты:

1) наименование судна;

2) наименование фирмы-перевозчика;

3) место приема судна;

4) наименование отправителя груза;

5) наименование получателя груза;

6) наименование груза и его главные характеристики;

7) время и место выдачи коносамента;

8) подпись капитана судна.

Как было отмечено выше, к наиболее распространенным капитальным ценным бумагам относятся акции и облигации.

Акция – эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации. Акция является именной ценной бумагой.¹

*Облигациями*² называются ценные бумаги с фиксированным доходом, по которым эмитент обязуется выплачивать владельцу облигации по определенной схеме сумму процента и, кроме того, в день погашения – номинал облигаций. Это основной вид долговых обязательств как во всем мире, так и в России. Можно выделить два основных отличия облигаций ценных бумаг денежного рынка: во-первых, практически все облигации продаются по номиналу с последующей выплатой процента; во-вторых, срок погашения облигаций превышает год и может иметь протяженность в несколько десятков лет.

Существуют два принципиальных отличия акций от ценных бумаг с фиксированным доходом: во-первых, дивиденд зависит от чистой прибыли акционерного общества и теоретически может вообще не выплачиваться, может возрастать или уменьшаться. Выплаты же по облигации фиксированы

¹ В ред. Федерального закона от 28.12.2002 № 185-ФЗ.

² *Облигация* – эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Доходом по облигации являются процент и/или дисконт (часть третья в ред. Федерального закона от 28.12.2002 № 185-ФЗ).

по величине и носят обязательный характер – эмитент обязан осуществлять их вне зависимости от того, имеет ли он прибыль или убыток. Во-вторых, для акций не устанавливается никакого срока погашения.

Как правило, все акции делят на две группы – привилегированные акции и обыкновенные акции.

Привилегированные акции сочетают в себе отдельные черты и акций, и облигаций.

Обыкновенные акции являются самыми распространенными ценными бумагами. Как владелец части собственности компании обладатель обыкновенной акции имеет два важных права: а) право голоса; б) преимущественное право.

Ценные бумаги, существующие в современной мировой практике, можно разделить на две группы: *первичные ценные бумаги*, основанные на активах, к числу которых не относятся сами ценные бумаги (акции, облигации, векселя, залоговые и т. п.), и *вторичные ценные бумаги*, выпускаемые на основе первичных ценных бумаг (варианты, депозитарные расписки и т. п.).

Также существует деление ценных бумаг на группы:

– *долевые ценные бумаги*, по которым эмитент не несет обязательства возратить средства, инвестированные в его деятельность, но которые удостоверяют его участие в уставном фонде, предоставляют их владельцам право на участие в управлении делами эмитента и получение части прибыли в виде дивидендов и части имущества при ликвидации эмитента. К долевым ценным бумагам принадлежат: акции, инвестиционные сертификаты и т. п.;

– *долговые ценные бумаги*, по которым эмитент несет обязательство возратить в определенный срок средства, инвестированные в его деятельность, но которые не предоставляют их владельцам права на участие в управлении делами эмитента. К долговым ценным бумагам принадлежат: облигации, государственные казначейские обязательства, сберегательные (депозитные) сертификаты, векселя и т. п.;

– *приватизационные бумаги* – документы, которые удостоверяют права владельца на безвозмездное получение в процессе приватизации доли имущества государственных предприятий, государственного жилого и земельного фонда;

– *ипотечные ценные бумаги* – ценные бумаги, выпуск которых обеспечен ипотечным покрытием (ипотечным пулом) и которые удостоверяют право собственников на получение от эмитента принадлежащих им средств. К ипотечным ценным бумагам относят: ипотечные облигации, ипотечные сертификаты, залоговые, сертификаты ФОН;

– *товарораспорядительные ценные бумаги* – ценные бумаги, предоставляющие своему держателю право распоряжаться имуществом, указанным в этих документах.

Все ценные бумаги можно классифицировать по выпуску в обращение, т. е. эмиссионные и неэмиссионные.

Эмиссионная ценная бумага характеризуется одновременно следующими признаками:¹

– закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных законом формы и порядка;

– размещается выпусками;

– имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

Типичными представителями эмиссионных денных бумаг служат акции и облигации.

Неэмиссионные ценные бумаги не обладают совокупностью указанных трех признаков. К неэмиссионным ценным бумагам можно отнести депозитные и сберегательные сертификаты, векселя, чеки.

Далее классификация эмиссионных ценных бумаг классифицируется по форме выпуска – документарная и бездокументарная. Документарная форма эмиссионных ценных бумаг – форма эмиссионных ценных бумаг, при которой владелец устанавливается на основании предъявления оформленного надлежащим образом сертификата ценной бумаги или, в случае депонирования такового, на основании записи по счету депо.

Именные эмиссионные ценные бумаги выпускаются только в бездокументарной форме, за исключением случаев, предусмотренных федеральными законами.

На каждую эмиссионную ценную бумагу на предъявителя ее владельцу выдается сертификат. По требованию владельца может выдаваться один сертификат на две и более приобретаемые им эмиссионные ценные бумаги на предъявителя одного выпуска.

Сертификат эмиссионной ценной бумаги – документ, выпускаемый эмитентом и удостоверяющий совокупность прав на указанное в сертификате количество ценных бумаг. В России в документарной форме выпущены облигации государственного сберегательного займа, акции некоторых акционерных обществ. *Бездокументарная форма* эмиссионных ценных бумаг – форма эмиссионных ценных бумаг, при которой владелец устанавливается на основании записи в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или, в случае депонирования ценных бумаг, на основании записи по счету депо.² Эмиссионные ценные бумаги на предъявителя могут выпускаться только в документарной форме.

¹ ФЗ № 39 «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. (в ред. федеральных законов от 26.11.1998 № 182-ФЗ, от 08.07.1999 № 139-ФЗ, от 07.08.2001 № 121-ФЗ, от 28.12.2002 № 185-ФЗ, от 29.06.2004 № 58-ФЗ, от 28.07.2004 № 89-ФЗ, от 07.03.2005 № 16-ФЗ, от 18.06.2005 № 61-ФЗ, от 27.12.2005 № 194-ФЗ, от 05.01.2006 № 7-ФЗ, от 15.04.2006 № 51-ФЗ, от 27.07.2006 № 138-ФЗ, от 16.10.2006 № 160-ФЗ, от 30.12.2006 № 282-ФЗ, от 17.05.2007 № 83-ФЗ, с изм., внесенными Федеральным законом от 26.04.2007 № 63-ФЗ)..

² В бездокументарной форме происходит размещение, например, государственных краткосрочных облигаций (ГКО).

Таким образом, ценная бумага как финансовый и денежный документ – это закреплённая на материальном носителе официальная информация эмитента, приобретение которой приводит к возникновению взаимных прав и обязанностей между эмитентом и владельцем данного документа. Материальным носителем может быть бумага (бумажные или сертификатные ценные бумаги) или компьютерная запись (электронные ценные бумаги).

Материальная форма, по сути, означает форму или вид материального носителя, на котором выполнен документ: бумажный или компьютерный (нематериальная форма – в форме записей на счетах в системе электронного обращения ценных бумаг). 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 большого значения. При нарушении любого из этих условий, например условия доверия, участники отдают предпочтение бумажной форме ценных бумаг. Итак, вопрос материальности формы является вопросом не только уровня технического оснащения, но и уровня развития культуры рыночных отношений в сфере ценных бумаг. Последнее условие включает в себя скорость и полноту информирования участников о ценах, соглашениях и предложениях относительно ценных бумаг, честность, взаимодоверие, приоритет интересов клиентов перед интересами профессиональных участников рынка ценных бумаг и др.

В зависимости от вида ценных бумаг между эмитентами и инвесторами могут возникать разные *взаимные права и обязанности*, в частности при выпуске простых и привилегированных акций, конвертируемых и неконвертируемых облигаций, отзывных и неотзывных казначейских долговых документов. Это третий признак ценных бумаг как финансовых и денежных документов. С передачей ценных бумаг их владельцу переходят все права, заверяемые ими.

По данному признаку – в зависимости от субъектов прав, удостоверённых ценной бумагой (его ещё называют юридический), выделяют:

– *именные ценные бумаги* – права, удостоверённые ценной бумагой, принадлежат названному в ценной бумаге лицу. Информация о владельцах именных ценных бумаг должна быть доступна эмитенту в форме реестра владельцев ценных бумаг, переход прав на которые и осуществление закреплённых ими прав требуют обязательной идентификации владельца.

Именные ценные бумаги, как правило, передаются путем полного индоссамента, т. е. передающей записью, удостоверяющей переход прав по ценной бумаге к другому лицу;

– *ценные бумаги на предъявителя* – права принадлежат предъявителю ценной бумаги; переход прав на такие ценные бумаги и осуществление закреплённых ими прав не требуют идентификации владельца. Примером подобной бумаги в России служат облигации государственного сберегательного займа (ОГСЗ);

– *ордерные ценные бумаги* – права принадлежат названному в ценной бумаге лицу, которое может само осуществить эти права или назначить сво-

им распоряжением (приказом) другое управомоченное лицо. Классическим примером ордерной ценной бумаги является вексель.

Ценные бумаги могут использоваться для осуществления расчетов, а также в виде залога для обеспечения платежей и кредитов.

Оборачиваясь на фондовом рынке, ценная бумага является аналогом, символом реального товара и именно в такой своей ипостаси она становится товаром.

Существуют различные способы классификации *ценных бумаг с фиксированным доходом*, однако в самом общем виде они делятся на три категории:

- бессрочные (до востребования) депозиты и срочные депозиты;
- ценные бумаги денежного рынка;
- облигации.

К ценным бумагам с *фиксированным доходом* относят финансовые средства, которым присущи три свойства:

а) для них вводится определенная *дата погашения* – день, когда заемщик должен выплатить инвестору, во-первых, занятую сумму, что составляет *номинальную стоимость* ценной бумаги, и, во-вторых, процент (если он предусмотрен условиями выпуска ценной бумаги);

б) они имеют фиксированную или заранее определенную схему выплаты номинала и процентов;

в) как правило, котировка их цены указывается в процентах специальной величины – *доходности к погашению* (yield to maturity – YTM).

По сроку существования ценные бумаги бывают *срочные и бессрочные*. Срочные ценные бумаги, имеющие установленный при их выпуске срок существования, как правило, делятся на краткосрочные (до 1 года), среднесрочные (5–10 лет) и долгосрочные (20–30 лет). Бессрочные ценные бумаги – это ценные бумаги, срок обращения которых ничем не регламентирован.

В странах с развитыми рынками ценных бумаг наиболее распространенными бессрочными и срочными депозитами являются: чековые счета (checking accounts); сберегательные счета (saving accounts); депозитные сертификаты (certificat of deposit); сертификат денежного рынка (money market investment certificat); индексированные депозиты (indexed deposits); евродолларовые депозиты (Eurodollar deposits).

В настоящее время в России из ценных бумаг данной категории встречаются в основном депозитные и сберегательные сертификаты. *Депозитный сертификат* и *сберегательный сертификат* – это письменное свидетельство эмитента о вкладе денежных средств, удостоверяющее право вкладчика («бенефициара») или его правопреемника на получение по истечении установленного срока суммы депозита (вклада) и процента по нему. Депозиты могут выпускаться как в разовом порядке, так и сериями, бывают именными или на предъявителя. Оба депозита являются срочными – срок погашения депозитных сертификатов ограничивается одним годом, а сберегательных – тремя годами. Депозитные сертификаты могут быть выданы только организации,

являющейся юридическим лицом, а сберегательные сертификаты – только физическим лицам.

В основе дальнейшей классификации ценных бумаг лежит их целевое назначение, определяющее условия выпуска, котируются и доходность.

1.2.2. Государственные ценные бумаги

Метод финансирования государственных расходов на основе выпуска облигаций, предложенный Д. Кейнсом, широко используется в развитых странах как одно из средств регулирования экономики. Суть дефицитного финансирования заключается в том, что для покрытия государственных расходов в замаскированном виде изымается часть национального дохода, принадлежащего населению. С целью привлечения средств используются государственные ценные бумаги нескольких видов: рыночные, нерыночные и специальные выпуски. Рыночные ценные бумаги, на долю которых приходится 2/3 государственного долга, могут свободно продаваться и покупаться на рынке. В ряде случаев обращение ценных бумаг может быть ограниченным, и ценную бумагу нельзя продать никому, кроме того, кто ее выпустил, и только через обусловленный срок. Это так называемые нерыночные ценные бумаги, в частности, облигации государственных и местных займов.

В настоящее время в Российской Федерации функционируют и обращаются государственные ценные бумаги, удостоверяющие о займе, в которых должником выступают государство, орган государственной власти и управления.

Виды государственных ценных бумаг:

1) государственные краткосрочные облигации (ГКО), выпускаемые Минфином РФ для финансирования государственных расходов и покрытия дефицита федерального бюджета;

2) облигации федерального займа (ОФЗ), выпускаемые с 1995 г. для финансирования бюджетного дефицита;

3) облигации государственного сберегательного займа (ОГСЗ), выпускаемые Правительством РФ с 1995 г. для финансирования бюджетного дефицита;

4) казначейские обязательства (КО), эмитируемые Минфином РФ для урегулирования задолженностей предприятий и налоговых выплат;

5) облигации внутреннего государственного валютного займа (ОВВЗ), выпускаемые Правительством РФ для выплаты валютных платежей по замороженным ранее валютным счетам физических и юридических лиц (первая выплата состоялась в мае 1995 г.);

6) золотые сертификаты, выпускаемые Министерством финансов с 1993 г.

В зависимости от своих характеристик ценные бумаги подразделяются на следующие виды:

1) по способности обращаться на фондовом рынке:

а) рыночные государственные ценные бумаги. Могут свободно обращаться и перепродаваться на вторичном рынке (ГКО, ОФЗ, ОГСЗ, КО);

б) нерыночные государственные ценные бумаги. Не могут свободно обращаться на рынке. Они представляют собой кредит государству, но в отличие от рыночных ценных бумаг не могут быть проданы их владельцем третьему лицу;

2) по сроку обращения на фондовом рынке:

а) краткосрочные. Срок обращения до 1 года (ГКО, ОГЗС, золотые сертификаты);

б) среднесрочные. Срок обращения до 5 лет (ОФЗ, ОВВЗ со сроком обращения 1 год и 3 года);

в) долгосрочные. Срок обращения свыше 5 лет (ОВВЗ со сроком обращения 15 лет);

3) по эмитентам:

а) выпускаемые Правительством РФ;

б) выпускаемые Министерством финансов РФ, агентом которого может выступать Центральный банк РФ;

4. по способу выплаты доходов. Известно несколько способов выплаты доходов по государственным ценным бумагам:

а) установление фиксированного процентного платежа. Применяется в условиях стабильной экономики при отсутствии высокой инфляции;

б) применение ступенчатой процентной ставки;

в) использование плавающей ставки процентного дохода;

г) индексирование номинальной стоимости ценных бумаг;

д) реализация долговых обязательств со скидкой против их нарицательной цены;

е) проведение выигрышных займов.

Размещение государственных ценных бумаг является одним из источников покрытия бюджетного дефицита. Государственные расходы практически всегда превышают государственные доходы, поэтому, кроме традиционных источников (налогов, сборов, отчислений и т. п.), используются внешние и внутренние займы. Государство в этом случае выступает в качестве заемщика, а кредиторами могут быть физические лица, банки, предприятия, другие государства и т. д.

Государственные займы использовались для следующих целей:

1) финансирования текущего бюджетного дефицита;

2) погашения ранее размещенных займов;

3) обеспечения кассового исполнения государственного бюджета;

4) сглаживания неравномерности поступления налоговых платежей;

5) финансирования целевых программ, осуществляемых местными органами власти;

б) поддержки социально значимых учреждений и организаций.

Этапы выпуска в обращение государственных ценных бумаг

В СССР до 1990 г. использовались государственные облигации внутреннего выигрышного займа, которые размещались по подписке среди насе-

ления либо свободно распространялись за наличный расчет со сроком до 20 лет.

С 1990 г. среди населения началось распространение государственных облигаций целевого беспроцентного займа сроком на 3 года. Погашение их осуществлялось дефицитными в то время товарами.

Для покрытия бюджетного дефицита в 1990 г. были распространены среди населения государственные казначейские обязательства сроком на 16 лет с уровнем дохода 5%. Также была сделана неудачная попытка распространения казначейских обязательств среди юридических лиц (предприятий, организаций). Этот опыт не принес желаемого результата, ибо государство до сих пор не выполнило своих обязательств перед кредиторами. Целевой, так называемый товарный, заем принес бюджету значительную прибыль.

В 1990-е годы были выпущены облигации государственного республиканского займа, которые также в условиях высокой инфляции не нашли высокого распространения. В этот период получили распространение и другие виды государственных долговых обязательств:

- а) государственные краткосрочные облигации (ГКО);
- б) облигации федерального займа с переменными купонами (ОФЗ–ПК);
- в) облигации государственного сберегательного займа (ОГСЗ);
- г) казначейские обязательства (КО).
- д) облигации внутреннего валютного займа;
- ж) золотые сертификаты Министерства финансов РФ.

А. Государственные краткосрочные облигации (ГКО) выпускаются Министерством финансов РФ для финансирования государственных расходов и покрытия дефицита федерального бюджета.

Первый аукцион по первичному размещению ГКО состоялся в 1993 г. Основными документами, регулирующими рынок ГКО, являются постановление Совета Министров – Правительства РФ, Постановление Верховного Совета РФ и Приказ Центрального банка РФ, утвердивший Положение об обслуживании и обращении выпусков государственных краткосрочных бескупонных облигаций.

Основными участниками рынка ГКО являются дилеры и инвесторы.

Дилерами могут быть только инвестиционные институты и банки, получившие специальную лицензию, дающую право на проведение операций с ГКО. Дилеры могут совершать сделки от своего имени и за свой счет, а могут выполнять функцию посредника.

Инвесторами могут быть любые юридические и физические лица, приобретающие облигации и имеющие право на владение ими.

Между дилером и инвестором заключается договор на покупку или продажу облигаций, в котором указываются основные права и обязанности сторон по распоряжению ценными бумагами.

ГКО выпускаются в безналичном виде, и их учет осуществляется по специальным лицевым счетам – *счетам депо*.

Каждому дилеру в депозитарии открываются два счета депо:

- 1) счет А (на нем учитываются облигации, принадлежащие самому ди-

леру);

2) счет В (суммарно учитываются все облигации, принадлежащие инвесторам, обслуживаемым данным дилером).

Кроме основных счетов А и В, в депозитарии дилеру открываются субсчета для операций на вторичном рынке. Каждый дилер один раз в неделю представляет в Центральный банк России отчет по своему субдепозитарию.

Местом проведения торговой сессии ГКО является Московская межбанковская валютная биржа.

Реализация ГКО осуществляется со скидкой с номинала. Цена устанавливается в процентах к номинальной стоимости. Так, доход инвестора складывается за счет разницы между ценой номинала и ценой покупки. Первичное размещение ГКО осуществляется на аукционе, на котором дилеры подают собранные от всех желающих заявки на приобретение облигаций, в которых указываются цена и количество приобретаемых ГКО. Эмитент, ориентируясь на суммарный спрос и объем выпуска, определяет цену отсечения. Заявки, которые поступают по данной цене и выше, подлежат удовлетворению. Заявки, в которых указаны более низкие цены, не удовлетворяются.

На рынке ГКО Центральный банк России выполняет следующие функции:

а) агента Министерства финансов по обслуживанию выпуска облигаций;

б) дилера;

в) контролирующего органа.

Б. Облигации федерального займа (ОФЗ) – первые среднесрочные государственные ценные бумаги, появившиеся в Российской Федерации, введены в обращение в июне 1995 г. и выпускались сроком на 1 год и 2 недели, поскольку необходим был срок более года, чтобы ценная бумага считалась среднесрочной. Таким образом, Министерство финансов пыталось удлинить сроки государственных заимствований. А начиная с августа 1997 г. Центральный банк приступил к продаже ОФЗ со сроком обращения более 4 лет.

Введение ОФЗ стало возможным главным образом из-за падения уровня инфляции.

Владельцами ценных бумаг могут быть как юридические, так и физические лица. Эмитентом является Министерство финансов РФ, которое утверждает условия всех выпусков:

- периодичность выпусков;
- объем и срок каждого выпуска;
- тип облигаций (именные или на предъявителя);
- порядок и формы выплаты доходов и погашения;
- порядок признания выпуска состоявшимся;
- ограничения на потенциальных владельцев;
- номинальную стоимость облигаций;
- размер, периодичность и порядок выплаты процентов;
- количество выпусков облигаций.

На выпуск оформляется глобальный сертификат, фиксирующий все его условия. Первый экземпляр глобального сертификата хранится в депозитарии, а другой – в Министерстве финансов. Все облигации учитываются при помощи записей по счетам депо в депозитариях и субдепозитариях.

Облигации федерального займа являются купонными, и доход по ним выплачивается один раз в квартал. Величина купонного дохода рассчитывается отдельно для каждого периода его выплат и объявляется по первому купону, но не позднее чем за 7 дней до начала выплаты дохода по предшествующему купону. Проценты по каждому купону исчисляются с даты выпуска облигаций до даты его выплаты и так вплоть до даты погашения облигации.

При заключении сделок с ОФЗ наряду с выставленной ценой и объемом заявки исчисляется и сумма накопленного дохода. Это является отличительной чертой среднесрочных облигаций. Сумма накопленного дохода рассчитывается как часть купонного дохода, пропорциональная времени, на протяжении которого облигация находилась во владении держателя. Поэтому при заключении сделок с ОФЗ покупатель, помимо номинальной стоимости облигации и курсовой надбавки, должен уплатить продавцу накопленный купонный доход.

ОФЗ могут быть размещены как на первичном, так и на вторичном рынках в течение всего срока обращения облигаций для обеспечения более высокого предложения на них. Поскольку между ГКО и ОФЗ немало общего (механизм эмиссии, обращения и расчетов), то рынки этих двух бумаг часто объединяются в один – рынок ГКО и ОФЗ.

В. Облигации государственного сберегательного займа (ОГСЗ) выпускаются в документальной форме, являются ценной бумагой на предъявителя и предоставляют их владельцам право ежеквартального получения дохода, превышающего уровень доходности по другим ценным бумагам.

Облигации выпускались с целью привлечь свободные средства населения для покрытия дефицита бюджета.

Первая серия ОГСЗ была выпущена в 1995 г. для привлечения большого количества населения и имела исключительно низкую номинальную стоимость в 100 и 500 тыс. руб.

ОГСЗ выпускаются в бумажной форме. Срок обращения облигаций составляет один год: Эмитентом ОГСЗ является Министерство финансов РФ.

Каждая облигация имеет четыре купона. Купонный период составляет три календарных месяца. Доходы по купонам владельцы ОГСЗ получают ежеквартально в виде процента к номинальной стоимости облигации.

При погашении облигаций владельцам выплачиваются номинальная стоимость облигаций и процентный доход по последнему купону. Погашение облигаций осуществляется уполномоченными эмитентом банками при предъявлении подлинника облигации.

Процентный доход определяется Министерством финансов на каждый купонный период и равняется последней официально объявленной купонной ставке по облигациям федеральных займов (ОФЗ).

ОГСЗ размещаются на закрытых конкурсах. Минимальная заявка на покупку облигаций составляла 10 млрд руб. Конкурс выигрывали банк или финансовые организации, предложившие более высокую цену. При этом принять участие в конкурсах могут все коммерческие банки и финансовые организации, имеющие лицензию на право распространения облигаций.

При первом выпуске облигаций, включающем 10 серий, Министерство финансов соблюло все объявленные ранее правила обращения ценных бумаг, что привело к увеличению доверия населения к вложениям в ценные бумаги, а это обусловило повышение спроса на них. Так, объем заявок, например, в последнем, десятом аукционе в четыре раза превысил объем эмиссии. Средневзвешенная цена поднялась выше номинала, и Министерство финансов для удовлетворения спроса вынуждено было провести дополнительный выпуск облигаций в объеме 1 трлн руб.

ОГСЗ успешно выполнили возложенные на них ранее Министерством финансов функции. Они явились неинфляционным методом покрытия бюджетного дефицита, мобилизуя излишки денежных средств населения и обеспечивая массовому инвестору удобный способ хранения и приумножения своих средств.

Перед рассмотрением показателей доходности государственных ценных бумаг необходимо дать определения некоторых понятий.

Рыночная стоимость облигации – это средневзвешенная цена на первичном рынке или цена последней сделки на вторичных торгах за определенный день.

Курс облигаций – покупная цена одной облигации в расчете на 100 денежных единиц номинала. Исчисляется по формуле:

$$P_k = \frac{P}{N} \times 100, \quad (1.1)$$

где P_k – курс облигации;

P – рыночная цена;

N – номинальная цена облигации.

В мировой практике существуют показатели текущей и полной доходности ценных бумаг.

Показатель текущей доходности показывает текущие поступления за год относительно сделанных инвестиций. Исчисляется по формуле:

$$V_c = \frac{J}{P} \times 100, \quad (1.2)$$

где V_c – текущая доходность облигаций;

P – цена облигации;

J – сумма процентов.

Недостаток этого показателя состоит в том, что он не учитывает прибыль или убытки, полученные от разницы между текущей рыночной ценой облигации и ее стоимостью при погашении.

Показатель полной доходности используется для измерения общей ценности облигаций для инвестора. В зависимости от способов начисления процентов используются два варианта исчисления этого показателя:

а) *простая доходность к погашению*. Определяется по формуле:

$$V_{ms} = \left(\frac{J}{P} + \frac{100 - P}{T \times P} \right) \times 100 \quad (1.3)$$

где V_{ms} – простая доходность к погашению;

T – срок до погашения облигации.

Недостаток этого показателя состоит в том, что он не учитывает начисление сложных процентов;

б) *эффективная доходность к погашению*. Учитывает сложные проценты.

Для облигаций с периодической выплатой процентов (раз в год) и погашением ее номинала в конце срока эффективную доходность исчисляют по формулам:

$$P = N \times (1 + i)^{-n} + N \times J \times a_{n;i} \quad (1.4)$$
$$P_k = \left[(1 + i)^{-n} + J \times a_{n;i} \right],$$

где P – рыночная цена;

N – номинальная цена;

J – объявленная годовая норма доходности по облигации;

n – срок от момента приобретения до момента выпуска облигации;

i – ставка помещения;

$a_{n;i}$ – коэффициент приведения годовой постоянной ренты;

P_k – курс акции.

Г. Казначейские обязательства (КО) – вид размещаемых на добровольной основе среди населения государственных ценных бумаг, удостоверяющих внесение их держателями денежных средств в бюджет и дающих право на получение фиксированного дохода в течение всего срока владения этими ценными бумагами.

Цель их выпуска состоит в безэмиссионном финансировании дефицита федерального бюджета, погашении государственной задолженности предприятиям-поставщикам по государственным заказам, сокращении неплатежей в бюджет, а также между предприятиями и т. п.

Эмитентом КО является Министерство финансов, которое выпускает их сериями, устанавливая объем и даты эмиссий. Серии имеют одинаковые даты выпуска, даты погашения, номинальную стоимость, процентную ставку и срок погашения. Первыми держателями КО являются федеральные мини-

стерства и ведомства, которые распределяют их среди предприятий своей отрасли.

Казначейские обязательства выпускаются в бездокументарной форме в виде записей на счетах депо в уполномоченных банках. Все расчеты с покупателями банк осуществляет из выписок со счетов депо, подтверждающих права собственности на КО.

Держатель счета депо может осуществлять следующие операции:

- погашать кредиторскую задолженность путем перевода КО на счета депо кредиторов;
- продавать КО юридическим или физическим лицам-резидентам;
- закладывать КО с целью получения кредитов;
- обменивать КО на налоговые освобождения;
- погашать КО с получением процентов.

Министерство финансов осуществляет выпуск КО сериями. Каждый выпуск КО имеет свой уникальный регистрационный номер, который состоит из семи разрядов. Первый разряд номера – буква русского алфавита, указывающая на отрасль народного хозяйства, четыре последующие цифры указывают дату выпуска (день и месяц) и последние – порядковый номер выпущенной серии. Каждая серия оформляется глобальным сертификатом, составленным в двух экземплярах, один из которых хранится в уполномоченном депозитарии, а второй – в Министерстве финансов России.

В нем фиксируются все параметры выпуска:

- объем выпуска;
- номинальная стоимость КО;
- дата выпуска;
- дата начала погашения;
- процентная ставка;
- ограничения на владельцев КО;
- максимальное число операций, в которых КО используется как средство погашения краткосрочной задолженности;
- срок обмена КО на налоговые освобождения;
- другие дополнительные данные о выпуске.

Погашение КО осуществляется Министерством финансов путем перевода на счета их последних держателей номинальной стоимости КО и оговоренных процентов. Срок погашения КО составляет один год.

Д). *Облигации внутреннего государственного валютного займа (ОВВЗ)* впервые выпущены в 1993 г. В отличие от других государственных ценных бумаг выпуск ОВВЗ не был связан ни с финансированием экономики, ни с финансовым дефицитом бюджета. Они были выпущены в качестве гарантии возвращения юридическим и физическим лицам средств, замороженных при реорганизации Внешэкономбанка СССР с целью обеспечения условий, необходимых для урегулирования внутреннего валютного долга перед юридическими и физическими лицами.

Эмитентом облигаций выступает Министерство финансов РФ, валюта займа – доллары США. Основным платежным агентом по выплате основного

долга по облигациям и процентов по купонам является Центральным банком РФ. Процент по этим облигациям составляет 3% годовых. Номинал облигаций – 1, 10 и 100 тыс. долл. Они были выпущены пятью сериями со сроками погашения 1 год, 3 года, 6, 10 и 15 лет.

К каждой облигации прилагается комплект из купонов, количество которых определяется сроком погашения облигации. Последний купон предоставляется вместе с облигацией, подлежащей погашению.

ОВВЗ – первые валютные облигации на российском рынке ценных бумаг. Их выпуск был нацелен главным образом на иностранных инвесторов. У российских же покупателей эти облигации на первом этапе не пользовались активным спросом, что вызвано низким доверием покупателей к любому виду государственных ценных бумаг.

Иностранные инвесторы были настроены более оптимистично, поскольку ОВВЗ имеют ряд положительных для них факторов:

- валютные облигации Министерства финансов имеют бумажную форму выпуска;

- ОВВЗ обладают высокой доходностью. Уровень доходности ОВВЗ значительно превышает уровень доходности на зарубежных фондовых рынках.

Однако существовали и отрицательные факторы:

- отдаленность срока погашения облигаций четвертого и пятого траншей, политическая неустойчивость;

- неустойчивое положение российской экономики.

Если изначально основными участниками торгов по ОВВЗ были отечественные компании, то к 1996 г. более половины участников составляли иностранные финансовые учреждения, привлеченные высокими процентами доходов и высокой надежностью гарантий Минфина РФ. Поскольку рынок ОВВЗ является международным, то на него влияют любые изменения экономической и политической конъюнктуры. Основным видом долговых обязательств в России, как и во всем мире, является облигация. Однако Правительство России эмитирует и другие виды долговых обязательств.

Е. Золотые сертификаты выпускаются Министерством финансов с 1993 г. с целью получения дополнительного дохода государством и покрытия дефицита бюджета.

Сертификаты являлись именованными, оплачивались только в рублях и выпускались номиналом 10 кг золота 0,9999 пробы.

Первичное размещение золотых сертификатов осуществлялось Минфином через уполномоченные коммерческие банки. Для приобретения золотых сертификатов коммерческий банк должен был подать соответствующую заявку в Министерство финансов, перечислить необходимые средства.

На вторичном рынке уполномоченные коммерческие банки перепродавали золотые сертификаты юридическим и физическим лицам, а также нерезидентам на договорной основе.

Золотые сертификаты не пользовались популярностью из-за большой номинальной стоимости, недоступной многим юридическим лицам. Реализо-

вать находящиеся в руках сертификаты было практически невозможно, и поэтому банкам разрешалось дробить их и продавать частями. Дробление сертификатов не могло быть менее чем на одну сотую его номинала, т. е. 100 г золота.

Продавались дробные доли сертификатов на фондовом рынке путем выпуска собственных облигаций, но они в отличие от золотого сертификата не являлись государственными ценными бумагами и не имели льгот по налогообложению. Так, за весь 1993 г. было продано только 10% всей суммы эмиссии.

Основными покупателями золотых сертификатов являлись крупные финансовые учреждения, такие как банки «Менатеп», «Российский кредит», «Промстройбанк», а также «АвтоВАЗ».

Начисление и выплата процентного дохода и погашение золотого сертификата производилось Министерством финансов в рублях по курсу Центрального банка или золотом.

По желанию владельца сертификаты могли быть погашены путем обмена на другие государственные ценные бумаги Правительства РФ. Для погашения облигации золотом владелец должен был иметь специальную лицензию Центрального банка на совершение операций с драгоценными металлами.

В отличие от других видов государственных ценных бумаг вторичный рынок золотых сертификатов практически отсутствовал.

Наряду с государственными облигациями на рынке ценных бумаг обращаются и корпоративные ценные бумаги.

1.2.3. Корпоративные и производные ценные бумаги

Корпоративные облигации – это документируемые инвестиции, осуществляемые коммерческими организациями с целью получения от эмитентов оговоренных форм и размеров доходов, а также погашения авансированной ранее суммы к определенному сроку. Корпоративная облигация является долговой, эмиссионной, котируемой, фондовой, биржевой, рыночной, срочной ценной бумагой, обладающей особой инвестиционной стоимостью.

Облигации бывают нескольких видов:

1. *Купонные облигации*, или, как их еще называют, облигации на предъявителя. К таким облигациям прилагаются своеобразные купоны, которые необходимо откалывать два раза в год и представлять платежному агенту для осуществления выплаты процентов.

2. *Именные облигации*. Практически все облигации различных корпораций регистрируются на имена их владельца. Такому владельцу выдается именной сертификат.

3. *Балансовые облигации*. В настоящее время такие облигации приобретают все большее распространение, поскольку их выпуск практически не связан с выдачей сертификатов и т. п.

4. *Гарантированные облигации*. Они гарантируются не корпорацией-

эмитентом, а другими компаниями-поручителями.

Облигации обладают следующими особенностями:

- а) выражают заемные, долговые отношения между держателем облигаций и эмитентом;
- б) самостоятельно обращаются на фондовом рынке вплоть до ее погашения эмитентом и имеют собственный курс;
- в) обладают свойствами ликвидности, надежности, доходности и другими инвестиционными качествами.

Корпоративные облигации выпускаются компаниями в том случае, если акционерного капитала уже недостаточно для обслуживания процесса расширенного воспроизводства основных фондов. На российском рынке ценных бумаг корпоративные облигации получают все большее распространение.

На российском рынке существует несколько моделей облигации, характеризующихся особыми условиями размещения, обращения и погашения облигаций. Корпоративные облигационные займы характеризуются небольшими объемами эмиссии.

Необходимо отметить, что на стадии развития отечественного рынка ценных бумаг компаниям-должникам по налогам и сборам разрешен выпуск облигаций в погашение задолженности по налоговым платежам в бюджет. Так, Постановлением Правительства РФ «О реструктуризации задолженности акционерных обществ “Юганскнефтегаз” и “Самаранефтегаз” по платежам в федеральный бюджет» данным компаниям было разрешено выпускать и облигации с целью погашения этой задолженности. Выпуск облигаций должен быть обеспечен залогом имущества эмитента или обязательствами третьих лиц на сумму эмиссии. Регистрация проспекта эмиссии осуществляется при условии единовременного внесения в федеральный бюджет не менее 5% суммы основного долга. Облигации выпускаются траншами, эквивалентными долям задолженности, со сроком обращения от 6 месяцев до 2 лет. В случаях неисполнения эмитентом обязательств по выпущенным им облигациям по основному долгу, невыплаты купонного дохода или неисполнения обязательств по договору, заключенному с налоговым органом, право требования по этим облигациям переходит к Федеральному управлению о несостоятельности (банкротстве).

На финансовом рынке большое распространение получили *товарные облигации*, погашение которых осуществляется не в денежной, а в товарной форме – квартирами (жилищные сертификаты), нефтью, автомобилями и т. д.

Конвертируемые облигации – ценные бумаги с фиксированной доходностью, которые могут быть обменены на акции эмитента на условиях, указанных в проспекте эмиссии. Конвертируемые облигации могут быть размещены на западных рынках. В России первой стала использовать этот инструмент нефтяная компания «ЛУКОЙЛ».

При этом на внешнем рынке российские эмитенты более активны, чем на внутреннем.

Конвертируемые облигации имеют ряд особенностей:

1) выпуск конвертируемых облигаций имеет более низкую стоимость обслуживания по сравнению с выпуском обыкновенных облигаций. Это связано с тем, что инвестор имеет возможность получить доход от конвертации облигаций в акции, если рыночная цена последних существенно возрастет;

2) условия, предъявляемые эмитенту, менее жесткие, чем в случае проведения прямого заимствования;

3) миссия конвертируемых облигаций является способом размещения дополнительной эмиссии акций эмитента при условии реализации права конвертации по более высокой цене, чем при проведении эмиссии непосредственно акций.

Акция – это ценная бумага с нефиксированным, изменяющимся, плавающим доходом, удостоверяющая владение долей (паем) в капитале акционерного общества и дающая право на получение части прибыли в виде дивиденда.

Акция является предметом купли-продажи, поэтому она имеет цену или курс, который находится в прямой зависимости от размера выплачиваемого дивиденда и в обратной зависимости – от уровня ссудного процента. Денежная сумма, обозначенная на акции, называется номинальной стоимостью акции. Цена, по которой акция продается и покупается на рынке, называется рыночной, или курсовой, ценой, которая устанавливается в соответствии со спросом и предложением на акции на фондовой бирже.

Курс акций определяется как капитализированный дивиденд, т. е. равен сумме денежного капитала, которая, будучи отдана в ссуду или положена в банк, даст доход, равный дивиденду.

$$\text{Курс акции} = \frac{\text{дивиденд}}{\text{норма ссудного процента}} \times 100\% \quad (1.5)$$

Например, если акция номинальной стоимостью в 1000 руб. дает дивиденд, равный 10 руб., а норма ссудного процента равна 12%, то курсовая цена будет равна $(10 \times 1000 : 12) = 833$ долл

На курсовую цену акций влияют наряду с размерами дивиденда и ссудного процента спрос и предложение на них, зависящие как от действительного или ожидаемого положения дел в том или ином акционерном обществе, так и от общей конъюнктуры. Рост прибылей акционерного общества приводит к значительному повышению курса акций. Акционерное общество – это форма централизации капитала и вместе с тем основная организационная форма компании. Существуют три варианта эмиссии акций: публичное (открытое) размещение; закрытое размещение (продажа акций по оговоренному списку); аукционная продажа пакетами (лотами).

В настоящее время в РФ акции выпускаются как в наличной, так и в безналичной форме. В первом случае акционер получает специальный документ с подписью и печатью, на котором написано, что это акция. При безналичной форме акций или сертификатов просто производится запись на счете,

открываемом на имя акционера. Наличная форма выпуска акций постепенно уходит в прошлое.

Акция как титул собственности обладает такой ключевой особенностью, как право голоса. В нем реализуется возможность каждого акционера как совладельца капитала акционерного общества – участвовать в управлении делами акционерного общества. Второй ключевой особенностью акции как титула собственности является то, что акционер не имеет права потребовать у акционерного общества вернуть ему внесенную сумму. Именно это позволяет акционерному обществу свободно распоряжаться своим капиталом, не опасаясь, что часть его придется вернуть акционерам.

Еще одна особенность акции заключается в том, что акционерное общество не берет на себя никаких безусловных обязательств производить регулярные выплаты держателям его акций. Если компания не выплачивает дивиденды, акционеры не имеют возможности взыскать их по суду или объявить компанию банкротом. Они совладельцы капитала и как таковые добровольно берут на себя риски, связанные с возможностью убытков или разорения компании. Это дает возможность колебания дивиденда в зависимости от результатов деятельности акционерного общества в тот или иной период, так как акционерное общество может решить распределить между акционерами полученную ими прибыль полностью или только ее часть. В последнем случае другая часть составит нераспределенную прибыль, оставшуюся в распоряжении общества.

Таким образом акция – это бессрочная бумага, она не выпускается на какой-то заранее оговоренный срок, период. Жизнь акции обрывается лишь с прекращением существования самого акционерного общества. Это происходит при добровольной ликвидации, поглощении другой компанией или при слиянии с ней, или банкротстве.

Одной из общепринятых схем классификации является разбиение обыкновенных акций по секторам экономики. В России, например, существует следующая градация:

- а) акции банков;
- б) акции компаний нефтяной, газовой и химической промышленности;
- в) акции фирм металлургической отрасли;
- г) акции компаний, занятых в сфере энергетики;
- д) акции компаний телекоммуникации и связи;
- е) акции транспортных компаний;
- ж) акции машиностроительных компаний;
- з) акции фирм лесной промышленности.

Другой классификацией, к которой чаще прибегают менеджеры инвестиционных портфелей, является разбиение обыкновенных акций на сектора в зависимости от их реакции на изменения в экономической и рыночной ситуации. Чаще выделяют пять подобных секторов:

- 1) циклические акции;
- 2) защищенные акции;
- 3) акции фирм, относящихся к секторам энергетики («энергетические»

акции);

- 4) акции, чувствительные к колебаниям процентной ставки;
- 5) акции фирм технологического сектора.

Еще наблюдается деление акций на суперакции, акции высшего качества, очень хорошего, хорошего, улучшенного качества, ниже среднего, спекулятивные акции. Акции, не обладающие качеством акции, находящиеся в начале этого списка, называются *синими фишками*.

Им присущи:

- 1) высокая ликвидность и информационная открытость для потенциальных инвесторов и профессиональных участников фондового рынка;
- 2) широкая торговая сеть;
- 3) качественная работа депозитария-реестродержателя;
- 4) приемлемость финансово-экономических показателей компании;
- 5) способность приносить дивиденды несколько раз за год.

Качественными характеристиками акции являются ее курс и рыночная стоимость.

Курс акции определяется по формуле:

$$P_k = J \times 100\% = \frac{(P_r \times N)}{J_{\text{бд}}} \times 100\% \quad (1.6)$$

где P_k – курс акций;

J – размер годового дивиденда;

$J_{\text{бд}}$ – ставка банковского процента по депозитам;

P_r – чистая прибыль компании;

N – форма дивидендных выплат.

На первичном рынке cursoобразующие факторы следующие:

- 1) номинальная стоимость акции;
- 2) финансовое положение предприятия;
- 3) величина объявленного дохода;
- 4) уровень ссудного процента на рынке ссудного капитала и др.

На вторичном рынке, кроме основных факторов, на курс акций влияют так называемые факторы текущих изменений курсов: политическая нестабильность, сброс крупных пакетов акций, негативные слухи, отрицательный отзыв в прессе о компании и др.

Оплата акций общества при его основании проводится по их номинальной стоимости. Во всех последующих выпусках реализация акций осуществляется по эмиссионной цене. Это обусловливается тем, что собственный капитал акционерного общества выше уставного, поскольку в процессе существования акционерного общества происходит увеличение стоимости его активов вследствие инфляционных процессов, присоединения нераспределенной прибыли и т. п.

Рынок корпоративных акций возник в результате приватизации и развивался стремительно. Если в 1991 г. было зарегистрировано только 32 выпуска корпоративных акций, то в 1992–1994 гг. – более 30 тыс. выпусков.

Контролировали процесс приватизации Государственный комитет по управлению имуществом и Российский фонд федерального имущества. Начиная с 1995 г. стали проводиться золотые аукционы, на которых реализовались пакеты акций, находящихся в государственной собственности.

В настоящее время рынок корпоративных акций стремительно развивается, растет ликвидность акций. Это достигнуто благодаря тому, что:

1) значительно возросло число реализуемых акций (наряду с акциями сырьевых отраслей популярностью пользуются ценные бумаги электроэнергетики, связи);

2) российские акции вышли на зарубежный фондовый рынок.

Для организации стабильного рынка акций транснациональными корпорациями создан механизм интернационализации акций, который включает систему депозитных расписок.

Следствием интернационализации рынков ценных бумаг через международные финансовые центры является появление *международных корпоративных ценных бумаг*. К ним относятся еврооблигации, еврооты и евроакции. Доля еврооблигационных займов достигает 80% всех международных займов. В то же время доля евроакций незначительна – 1-2%, что связано с тяготением инвесторов к акциям известных национальных компаний и отсутствием реального международного вторичного рынка ценных бумаг.¹

Еврооблигационный рынок представляет собой международный рынок ценных бумаг, выпущенных в евровалютах. Его особенностью является то, что как для заемщика ценных бумаг, так и для инвестора и валюта, и рынок являются иностранными.

Еврооблигации для российских компаний представляют значительный интерес тем, что:

а) цена заимствования на международном рынке капиталов относительно низкая по сравнению с внутренними процентными ставками и возможностью привлекать деньги на довольно длительный срок;

б) объем рынка еврооблигаций оценивается в несколько сотен миллиардов долларов;

в) на нем представлен широкий круг инвесторов из разных стран, что позволяет привлекать довольно значительные суммы;

г) размеры займов на этом рынке в среднем колеблются от 100 до 300 млн долл.;

д) относительно слабое регулирование и гибкость рынка еврооблигаций дают возможность использовать различные схемы привлечения средств, различные типы облигаций (с фиксированной и плавающей ставкой процента; с нулевым купоном, номинированные в различных валютах; обеспеченные и необеспеченные; конвертируемые и т. д.);

е) рынок еврооблигаций не регулируется национальным законодательством, а работает по правилам, выработанным самими участниками.

¹ Каратуев А. Г. Ценные бумаги: виды и разновидности. М.: Изд-во «БЕК», 1997. 235 с.

Еврооблигации – долговые обязательства, выраженные в иностранной валюте. Они выпускаются в различных валютах; американских долларах, английских фунтах стерлингов, марках ФРГ, японских иенах и других валютах, а также в коллективных единицах, например эю и евро.

При корпоративных выпусках еврооблигаций используются специально учрежденные за рубежом компании. Эмитентом облигаций выступает дочерняя компания, привлекающая средства под гарантии российского учредителя. Полученные от эмиссии средства передаются российской компании в виде кредита, условия которого аналогичны условиям выпуска облигаций. Следовательно, с точки зрения российского законодательства российская компания получает долгосрочный валютный кредит от нерезидента, что дает возможность избежать двойного налогообложения, а также включать затраты на выплату процентов в себестоимость.

Операции по выпуску еврооблигационного займа начинаются с подписания соглашения между эмитентом и кредитным учреждением. За участие в размещении ценных бумаг банки берут определенный процент от суммы займа. В качестве заемщиков на еврооблигационном рынке выступают компании, банки, отдельные государства и международные организации.

Большую популярность на российском рынке получили финансовые векселя, приобретаемые компаниями с целью последующей перепродажи по более высоким ценам. Они выпускаются для краткосрочного вложения свободных денежных средств.

Корпоративный вексель имеет ряд преимуществ по сравнению с другими корпоративными ценными бумагами:

- 1) отсутствует необходимость регистрации проспекта эмиссии;
- 2) векселя экономят налоги, так как не могут быть немедленно списаны за долги налоговыми службами;
- 3) вексель можно заложить;
- 4) вексель можно внести в виде вноса в уставный капитал вновь образующегося предприятия.

Для продавцов преимуществом вексельной формы расчета является быстрая оборачиваемость средств, а покупателям вексель позволяет сократить потребность в оборотных денежных средствах, гарантировать поступление необходимых для производства ресурсов.

В условиях российского рынка практически полностью отсутствует контроль над объемом и условиями выпуска векселей, поскольку введение жестких форм регулирования противоречит международным нормам.

К *производным ценным бумагам* относят такие финансовые средства, чья стоимость зависит от стоимости других средств, называемых базовыми (основными). Самым распространенным типом базовых средств являются обыкновенные акции. Как правило, цена производной ценной бумаги составляет лишь часть цены базовой ценной бумаги, что позволяет инвестору получать от производных ценных бумаг значительную отдачу. Но надо иметь в виду, что инвестирование в производные ценные бумаги является одним из

самым рискованными. Наиболее распространенными производными ценными бумагами являются варранты, опционы и финансовые фьючерсы.

Варрант – это такая производная ценная бумага, которая дает ее владельцу право купить у эмитента варранта определенное количество обыкновенных акций по заранее оговоренной цене, называемой *ценой реализации*.

Опционы бывают двух видов – *опцион на покупку* – call option и *опцион на продажу* – put option (в нашей литературе эти виды опционов часто именуются по их английскому написанию – *колл опционы* и *пут опционы*).

Опцион на покупку – это ценная бумага, дающая ее владельцу право купить определенное количество какой-либо ценной бумаги по оговоренной заранее цене – так называемой цене реализации в течение установленного периода времени.

Опцион на продажу – это ценная бумага, дающая его владельцу право продать определенное количество какой-то ценной бумаги по оговоренной цене в течение установленного промежутка времени.

Фьючерсные контракты представляют соглашение купить или продать в будущем определенное количество оговоренного товара в обусловленном месте по заранее установленной цене. Фьючерсный контракт похож на опцион с той существенной разницей, что при совершении фьючерсной сделки и продавец, и покупатель обязаны выполнить взятые обязательства.

Как правило, в большинстве стран контракты по поводу ценных бумаг, опционы и фьючерсы не рассматриваются в качестве ценных бумаг. Их называют «контрактами с ценными бумагами» или «производными инструментами». В отечественной литературе для их определения часто пользуются иностранными терминами «деривативы» или «деривационные инструменты».

*Дериватив*¹ – опцион или фьючерс, стоимость которого определяется исходя из курсов валют, стоимости ценных бумаг, цены товаров. При этом владелец имеет право зафиксировать цену на покупку-продажу с наибольшей выгодой для себя. Дериватив часто применяется на рынках с неустойчивой конъюнктурой, давая гарантию владельцу на получение товара по заранее обговоренной цене в независимости от изменений на рынке. Дериватив может использоваться, например, если сторона-покупатель ожидает повышения цены на товар, а продавец заинтересован в гарантированности осуществления сделки в будущем.

Использование данного метода позволяет стабилизировать ситуацию на рынке.

По уровню риска виды ценных бумаг размещаются исходя из принципа: чем выше доходность, тем выше риск, и чем выше гарантированность ценной бумаги, тем ниже риск. С этой точки зрения наиболее рискованными являются производные ценные бумаги, а наименее рискованными – государственные ценные бумаги.

¹ От лат. *derivaius* – «отведенный».

1.3. Основные факторы и характеристики размещения и обращения ценных бумаг

Рынок ценных бумаг является сложной и динамической системой, состоящий из одновременно взаимодействующих друг с другом факторов (политических, правовых, экономических, информационных, социальных, психологических и др.).

Под обращением ценных бумаг¹ понимаются их купля и продажа на рынке ценных бумаг, а также другие действия, предусмотренные законодательством РФ, приводящие к смене владельца ценной бумаги. Помимо обращения, ценные бумаги могут выполнять такие функции денег, как средства накопления, средства платежа и мировых денег. При выполнении данных функций ценными бумагами – поскольку они обладают в основном представительной стоимостью, определяемой условиями их оборота и соотношением спроса и предложения на фондовые ценности, – они могут быть покупательным и платежным средством на денежном рынке. Этим обусловлена необходимость существования фондового рынка, поскольку купля-продажа ценных бумаг обеспечивает их взаимосвязь с деньгами, и именно здесь под влиянием спроса и предложения складываются цены на них. Чем выше ликвидность ценных бумаг на вторичном рынке, тем легче они выполняют названные денежные функции и тем больше замещают в обращении сами деньги.²

1.3.1. Стоимостные и ценовые факторы обращения ценных бумаг

Наиболее характерные факторы обращения ценных бумаг – стоимостные и ценовые. Стоимостные факторы ценных бумаг большей частью используются для определения таких факторов, как их надежность, определенность, продолжительность существования и ликвидность. К категории ценовых факторов относится, главным образом, фактор спроса–предложения.

Стоимостные факторы. Под надежностью ценных бумаг подразумевается степень риска, которому подвергается инвестор, когда он покупает любые ценные бумаги. Каждый инвестор, вкладывая средства в ценные бумаги, обязательно рискует. Постоянное существование такого риска объясняется полицентрическим характером общерыночного взаимодействия. Он может быть большим, меньшим, минимальным. Абсолютно безрисковых ценных бумаг не существует даже теоретически.

В данном случае под риском понимается предположение того, что эмитент не может выполнить полностью, частично или своевременно взятые на себя обязательства согласно условиям выпуска ценных бумаг.

¹ Обращение ценных бумаг – заключение гражданско-правовых сделок, влекущих переход прав собственности на ценные бумаги.

² Галанов В. А. и др. Рынок ценных бумаг: Учебник. М.: Финансы и статистика, 1996. 349 с.

*Условия выпуска*¹ – это официальный документ эмитента, в котором определены объем и виды взаимных прав и обязательств, возникающие между эмитентом и владельцем ценной бумаги. Эмитент, независимо от того, является ли он органом государства или негосударственной организацией, при выпуске ценных бумаг обязан официально заявить об условиях, согласно которым данные ценные бумаги выпускаются. Другими словами, в условиях их выпуска эмитент информирует о том, какие конкретно права и обязательства возникнут у него вследствие поступления в обращение данных ценных бумаг и какие права и обязательства возникнут у владельцев указанных ценных бумаг. Потенциально инвестор, ознакомившись с условиями выпуска ценных бумаг, оценивает, насколько рискованным для него будет их приобретение или заслуживает ли доверие эмитент, какова реальность того, что эмитент не сможет выполнить свои обязательства или выполнит их частично или своевременно, насколько прибыльной является область, или предприятие, или проект, в которые эмитент будет осуществлять свои вклады. Дав оценку этим, а также другим аспектам, потенциальный инвестор принимает решение по поводу необходимости приобретения данных ценных бумаг. Ценные бумаги считаются относительно надежными, если риск, который существует при их приобретении, является незначительным. И наоборот, чем более рискованным мероприятием является вложение средств инвестора, тем менее надежными для него будут данные ценные бумаги. Обратная взаимозависимость между надежностью и рискованностью влияет на стоимость ценных бумаг.

Инвесторы, как правило, не желают рисковать, если они не могут рассчитывать на соответствующую прибыль. Поэтому при выпуске ценных бумаг эмитент объявляет о факторах риска. При выпуске долговых ценных бумаг вознаграждение инвестору может устанавливаться в виде процентов; при выпуске акций размер вознаграждения, конечно, прямо не указывается, однако он имеется в виду и выражается в эмиссионной цене акций.²

Определенность, как стоимостный фактор, является приближенным к фактору надежности или рискованности, но все же он относительно самостоятельный. Различие между ними заключается в следующем. В первом случае речь идет о том, что инвестор сознает существование достоверности того, что эмитент может не выполнить взятые на себя обязательства, и именно поэтому он – инвестор – должен понести ущерб. Во втором случае речь

¹ Выпуск эмиссионных ценных бумаг – совокупность всех ценных бумаг одного эмитента, предоставляющих одинаковый объем прав их владельцам и имеющих одинаковую номинальную стоимость в случаях, если наличие номинальной стоимости предусмотрено законодательством Российской Федерации. Выпуску эмиссионных ценных бумаг присваивается единый государственный регистрационный номер, который распространяется на все ценные бумаги данного выпуска.

² *Богатко Н. Г.* Вопросы учета финансовых инвестиций при реорганизации предприятия – объекта инвестирования // *Світ бухгалтерського обліку*. 1998. № 6. С. 13–15; *Пилипенко І. І., Жук О. П.* Цінні папери в Україні. К.: ІВЦ Держкомстату України. 2001. 305 с.

идет о возможности инвестора иметь суждения о чем-то с большей или меньшей степенью достоверности. Определенность помогает ему в ориентации и влияет на его решение относительно приобретения или неприобретения конкретных ценных бумаг. Определенность может быть относительной. Инвестор, вкладывая средства в ценные бумаги, не всегда имеет возможность со всей уверенностью считать, что ему удастся возратить свой вклад и получить с него прибыль, поскольку он находится в состоянии большей или меньшей неопределенности.

В связи с этим инвестор выражает свою готовность вложить средства в ценные бумаги или удержаться от этого. Как правило, инвесторы не желают покупать на рынке ценных бумаг что-нибудь, если будущая судьба их вкладов является неопределенной.

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

Продолжительность «жизни» ценных бумаг, как стоимостный фактор, имеет большее значение для долговых ценных бумаг, однако он также учитывается и при определении стоимости ценных бумаг, которые подтверждают участие (членство) владельца ценной бумаги в организации эмитента.

Все ценные бумаги имеют полный цикл «жизни». Эмитенты выпускают их, потом они находятся в обращении или сохраняются и, в конце концов, изымаются из обращения или погашаются. Даже те ценные бумаги, которые выпущены на неопределенный срок, только теоретически являются бессрочными.¹

При выпуске долговых ценных бумаг в подавляющем большинстве случаев эмитент указывает срок, на который они выпускаются и с наступлением которого он обязуется полностью выполнить свои обязательства перед инвестором. При выпуске акций и других ценных бумаг, которые подтверждают участие их владельца в организации эмитента, даже если эмитент не отмечает срок, на который они выпущены, период их «жизни», как правило, ограничивается перечислением случаев, при возникновении которых эмитент прекращает свое существование. Вместе с ним прекращают существование и выпущенные эмитентом ценные бумаги.

Стоимость конкретных ценных бумаг всегда находится в прямой зависимости от продолжительности их «жизни». Это означает, что чем длиннее период «жизни» ценной бумаги, тем выше ее стоимость. Например, один и тот же эмитент выпускает облигации с продолжительностью «жизни» в 1 год и 10 лет. Стоимость последних в конечном итоге будет выше по сравнению со стоимостью первых. Это означает, что проценты по 10-летним облигациям будут выше от годовых облигаций. Это объясняется тем, что насколько

¹ Колесник В. В. Введение в рынок ценных бумаг. К.: Изд-во «А.Л.Д», 1995. 176 с.

длиннее период, на который предоставляется кредит, настолько больше должна быть плата за него.¹

При выпуске акций, если эмитент получает прибыль, доход держателя акций может быть получен в виде дивидендов, в виде увеличения его доли в имуществе эмитента, или и то и другое вместе взятое. Чем дольше эмитент осуществляет свою хозяйственную деятельность прибыльно, тем выше доходы акционера, а значит, тем выше стоимость акций, которые выпускаются эмитентом.

Под ликвидностью ценных бумаг, как правило, понимают способность ценных бумаг превращаться в денежную наличность. Другими словами, ликвидность означает скорость, с которой определенные ценные бумаги могут быть проданы на рынке.

Такая способность может быть большей в одних ценных бумагах и меньшей в других. Иначе говоря, первые ценные бумаги быстро продаются и покупаются на рынке, вторые – медленнее. В первом случае речь идет о ликвидных бумагах, а во втором – о неликвидных.

В связи с этим ликвидные и неликвидные ценные бумаги различаются по стоимости. Для любого инвестора большое значение имеет наличие возможности продать эти ценные бумаги в нужное ему время. Чем выше такая возможность, тем лучше инвестору. Он имеет возможность в любой момент получить денежную наличность от продажи ценных бумаг и использовать ее по своему усмотрению. За такую привилегию инвестору приходится платить. Поэтому ликвидные ценные бумаги в большинстве случаев менее прибыльны для него.

Итак, стоимость ценных бумаг по отношению к ликвидности находится в обратной взаимосвязи. Чем ликвиднее определенные ценные бумаги, тем меньшее их стоимость, и наоборот.

Ценовые факторы ценных бумаг. Основным фактором, влияющим на колебание цен на определенные ценные бумаги, является фактор спроса–предложения. Это наиболее существенная закономерность функционирования рыночного механизма.

Содержание закона спроса–предложения заключается в том, что цена на определенную ценную бумагу в каждый момент времени зависит от соотношения спроса на нее и предложения. В случае, когда спрос превышает предложение, цена имеет тенденцию увеличиваться, когда же предложение превышает спрос – уменьшаться. Действие фактора спроса–предложения на рынке ценных бумаг имеет некоторые особенности. В отличие от других рынков, на рынке ценных бумаг соотношение спроса и предложения может зависеть как от объективных, так и от субъективных (в частности, игровых) условий. Результат взаимодействия спроса и предложения постоянно отражается на рынке цен.

¹ Пилипенко І. І., Жук О. П. Цінні папери в Україні. К.: ІВЦ Держкомстату України. 2001. 305 с.

Для того чтобы соотношение спроса и предложения было более реальным, чем искусственным, в последние годы на фондовых биржах устанавливаются определенные ограничения на смену цен. При нарушении этих ограничений торговля по конкретным видам ценных бумаг может быть приостановлена, вплоть до проведения расследования Комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку.

Вместе с тем 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 выражают готовность идти на риск, разрабатывают для себя определенную тактику поведения, быстро реагируют на условия, которые изменяются. 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 проводят мероприятия по прекращению такой деятельности.

Реальная цена конкретной ценной бумаги – это результат взаимодействия многих факторов, сложившихся на определенный момент.

В теории и практике зарубежных стран используется понятие экономической или внутренней стоимости ценных бумаг. Указанная стоимость представляет собой как бы взгляд на стоимость ценных бумаг, находящихся на данный момент в обращении, с точки зрения будущего, т. е. «обратной перспективы». Суть данной теории заключается в следующем. Допускается, что внутренняя стоимость ценной бумаги так или иначе отражается на ее текущей цене. Спрос и предложение, которые влияют на текущую цену, также в значительной мере базируются 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. Будущий доход можно получить в любой момент «жизни» данной ценной бумаги или как сумму доходов, которые придется на много 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.

Организация обращения ценных бумаг российского эмитента за пределами РФ, в том числе посредством размещения в соответствии с иностранным правом ценных бумаг иностранных эмитентов, допускается только по разрешению Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (см. Приложение 1) в соответствии с Федеральным закон «о рынке ценных бумаг».¹

¹ ФЗ № 39 «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. (в ред. федеральных законов от 26.11.1998 № 182-ФЗ, от 08.07.1999 № 139-ФЗ, от 07.08.2001 № 121-ФЗ, от 28.12.2002 № 185-ФЗ, от 29.06.2004 № 58-ФЗ, от 28.07.2004 № 89-ФЗ, от 07.03.2005 № 16-ФЗ, от 18.06.2005 № 61-ФЗ, от 27.12.2005 № 194-ФЗ, от 05.01.2006 № 7-ФЗ, от 15.04.2006 № 51-ФЗ, от 27.07.2006 № 138-ФЗ, от 16.10.2006 № 160-ФЗ, от 30.12.2006 № 282-ФЗ, от 17.05.2007 № 83-ФЗ, с изм., внесенными Федеральным законом от 26.04.2007 № 63-ФЗ).

Особенности размещения и обращения на территории Украины ценных бумаг иностранных эмитентов определяются Государственной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку по согласованию с Национальным банком Украины.

Ценные бумаги передаются по наследству, могут быть использованы как залог, а также для осуществления других гражданско-правовых соглашений, не противоречащих законодательству.

1.3.2. Частное размещение акций

Помимо долговых инструментов привлечения инвестиций средние российские компании также пользуются и долевыми инструментами, к числу которых относятся и частное размещение акций (притом что круг инвесторов ограничен – это может быть даже один акционер), и публичное размещение.

За последние годы на российском рынке нарастающую активность проявляют *прямые инвесторы*, т. е. те, которые приобретают крупные пакеты акций непосредственно у собственников быстро развивающихся перспективных компаний – средних и небольших. Приведем лишь несколько примеров.¹

В 2005 г. инвестиционный фонд *Delta Private Equity Partners* приобрел блокирующий пакет акций российской компании по бронированию авиабилетов «Сирин» (предположительно 25–30% акций общей стоимостью 5–7 млн долл.).

В 2005 г. японская корпорация *Sumitomo Corporation* приобрела блокирующий пакет акций российской компании – производителя контента для мобильных телефонов *SPN Digital* (предположительно 25–30% акций общей стоимостью 5–10 млн долл.).

В 2005 г. немецкий инвестиционный фонд *DTB GmbH* и американская финансовая группа *Citigroup* приобрели блокирующий пакет акций Национальной логистической компании (38% акций общей стоимостью 50 млн долл.). В 2006 г. инвестиционный банк *Deutsche UFG* приобрел блокирующий пакет акций туристической компании «Академ Альянс М».

В 2006 г. инвестиционный фонд *Baring Vostok Private Equity Fund* приобрел пакет акций (25% плюс 1 акция), а инвестиционный фонд *Eagle Venture Partners* – 20% акций торговой сети «Незабудка» (Челябинск).

В 2005 г. фонд *Mint Capital* приобрел блокирующий пакет акций компании «Элекснет», управляющей сетью собственных терминалов по приему платежей за различные услуги, а в 2006 г. – блокирующий пакет акций сети розничной одежды *Maratex*, насчитывающей более чем 50 магазинов в России и на Украине.

¹ При подготовке этого материала использовано: Привлечение инвестиций и корпоративное управление средних компаний / И. Беликов, В. Вербицкий // Журнал управление компанией. 2007. № 5 (72).

В 2006 г. медиагруппа *Naspers* из ЮАР приобрела блокирующий пакет акций издательского дома ЗАО «СК Пресс» (предположительно 25% акций общей стоимостью 10 млн долл.).

Основными представителями этой категории инвесторов являются *фонды прямых инвестиций (ФПИ)* – финансовые институты, созданные специально для приобретения пакетов акций перспективных средних компаний. Среди работающих в России фондов можно выделить те, которые представляют западных инвесторов (например, фонды под управлением *Baring Vostok Capital Partners, Mint Capital, Russia New Growth, Eagle Russia Fund*), и те, которые действуют в интересах крупных российских частных инвесторов (например, фонд «Ренова-Капитал», фонды под управлением УК «Альфа-Капитал», фонд *UFG Private Equity*).

Перечислим типичные черты этих фондов:

- *форма инвестиций*: приобретение пакета акций компании в размере от 10–20% до контрольного пакета в результате переговоров с ее основными акционерами. Как правило, приобретаются акции из дополнительной эмиссии с целью реализации инвестиционной программы компании;

- *размеры инвестиций*: от 3–4 млн до 35–40 млн долл., но, как правило, в диапазоне 10–20 млн долл.;

- *ожидания по доходности*: не менее 30% годовых;

- *срок, на который приобретаются акции*: от трех до семи-десяти лет.

Средний срок составляет примерно пять-шесть лет;

- *предпочитаемый размер компании*: годовой оборот не менее 25–30 млн долл.;

- *формы выхода инвестора из компании – объекта инвестиций*: продажа акций отраслевому стратегическому инвестору; продажа акций долгосрочному финансовому инвестору; проведение первичного публичного размещения акций (*IPO*); выкуп компании ее менеджментом или основателями.

Как правило, появление ФПИ среди акционеров компании означает не только приток в компанию тех финансовых средств, которые фонд заплатил за ее акции. В перспективе это позволяет рассчитывать на получение компанией помощи в важных вопросах ее дальнейшего развития. Здесь возможны следующие варианты:

- консультационная поддержка некоторых крупных фондов, направленная на повышение эффективности ключевых управленческих процессов (стратегия, маркетинг, логистика, финансовый менеджмент и пр.);

- высокая степень готовности привлечения других зарубежных инвесторов (повышение эффективности внутренних управленческих процессов, внедрение регулярной финансовой и управленческой отчетности по международным стандартам, получение кредитного рейтинга, сертификация производимых товаров или услуг и пр.) – как путем дальнейших частных размещений, так и посредством публичного размещения акций;

- помощь фонда в поиске новых кредиторов и партнеров;

- передача опыта ведения переговоров с зарубежными инвесторами и поддержания отношений с ними после получения инвестиций;

– повышение инвестиционной привлекательности компании.

Однако ФПИ приобретет акции компании лишь в том случае, если достигнет соглашения с ее собственниками-основателями о создании такой системы корпоративного управления, которая обеспечила бы его интересы как неконтрольного акционера. Обычно в качестве условия своего вхождения в капитал ФПИ выдвигает компании следующие требования к ее корпоративному управлению:

– соблюдение требований действующего корпоративного законодательства;

– наделение фонда (независимо от размера приобретенного им пакета акций) блокирующими правами вето по ряду ключевых вопросов, решаемых советом директоров (далее – СД) или общим собранием акционеров. К таким вопросам обычно относятся:

– дополнительная эмиссия акций;

– выход инвестора из компании (как правило, соглашение акционеров предусматривает, что российский акционер имеет право выкупить акции у фонда по цене, которая будет предложена стратегическим или финансовым инвестором, а также что в случае, если российский акционер не может заплатить такую цену, он соглашается на полную продажу компании стратегическому или финансовому инвестору);

– утверждение бизнес-плана компании и существенных изменений в нем;

– увольнение генерального директора, финансового директора, директора по стратегии и/или бизнесу (три-четыре ключевые фигуры в исполнительном органе);

– фонд стремится к тому, чтобы исполнительный орган состоял из профессиональных менеджеров, подбор которых осуществляется по согласованию российских акционеров-основателей и фонда;

– исходя из своей приоритетной ориентации на рост стоимости компании фонд заинтересован в том, чтобы система мотивации высших менеджеров компании была основана на росте ее стоимости;

– фонд настаивает на формировании профессионального и реально работающего СД с участием своих представителей и, возможно, независимых директоров из числа известных западных менеджеров или специалистов;

– в тех случаях, когда стратегия выхода предусматривает возможность проведения *IPO*, к концу срока пребывания фонда в числе акционеров компании в составе ее СД могут создаваться комитеты;

– должно быть организовано эффективное раскрытие информации для основных акционеров о тех показателях деятельности компании, которые они считают для себя важными;

– получение дивидендов не имеет для фонда существенного значения: основная ставка делается на значительный рост стоимости акций. Но могут быть отдельные бизнесы, не требующие постоянного реинвестирования прибыли для роста их стоимости, и в таких случаях фонд заинтересован в получении дивидендов.

Помимо ФПИ, управляющих средствами частных инвесторов, источником долевых инвестиций для средних российских компаний могут стать и такие международные финансовые институты, как ЕБРР и МФК. Ранее о них говорилось как о кредиторах, но они также могут выступать прямыми инвесторами. Алгоритм действий ЕБРР и МФК в качестве прямых инвесторов среднего бизнеса схож с алгоритмом действий ФПИ, но вместе с тем имеет некоторые особенности. ЕБРР и МФК стараются приобретать пакеты акций компаний, которые являются уникальными или представляют несырьевые отрасли (фармацевтика, биотехнологии, медицина и т. п.).

Международная финансовая корпорация приобретает пакет акций, как правило, ниже блокирующего – чаще всего 10–20%. При этом всегда продумываются пути выхода из компании. Как показывает практика прошедших лет, в 25% случаев выход МФК из проектов осуществлялся путем выкупа акций компании у МФК ее основными акционерами, а в 75% случаев – рыночными путями (продажа другим частным акционерам через частное размещение или IPO).

Как правило, МФК и ЕБРР приобретает пакет акций на срок до четырех-семи лет, в среднем – на пять лет. Ожидаемая доходность по пакету акций колеблется в широком диапазоне, в зависимости от характеристик проекта.

Стратегические (отраслевые) инвесторы приобретают также миноритарные пакеты акций средних российских компаний. Однако, в отличие от финансовых инвесторов, они делают подобные приобретения в расчете на последующий полный выкуп акций компании у ее основателей.

1.3.3. Первоначальное публичное размещение акций на рынке ценных бумаг

Инвесторы ищут баланс между риском и прибылью. Они выбирают из нескольких вариантов инвестиционных стратегий, поскольку всегда могут разместить свободные деньги в банке или использовать для этого другие высоконадежные инструменты, получая невысокий, но фиксированный доход. Поэтому для привлечения свободного капитала компаниям необходимо продемонстрировать более высокую прибыльность при приемлемом уровне риска.

Указанные выше критерии нацелены на снижение уровня *реального* риска, но инвестор может оценить состояние компании только поверхностно, т. е. определить предполагаемые риски. Каждая организация, планирующая IPO¹ или уже прошедшая эту процедуру, утверждает, что соответствует всем требованиям.

¹ IPO – Initial Public Offering – первоначальное публичное размещение акций на рынке

Выход на *IPO*¹ как в России, так и за границей потенциально дает два преимущества, а именно приумножение капитала в результате привлечения инвесторов и улучшение репутации компании.

Говоря о случаях, когда *IPO* становится началом бурного развития бизнеса, можно привести в пример компанию «Пава» (ранее «Хлеб Алтая», Барнаул). Компания, выручка которой по результатам 2004 г. составляла всего 80 млн долл., провела *IPO* 22 марта 2005 г. на ММВБ и при этом привлекла 8 млн долл. Спрос на ценные бумаги компании превысил предложение на 47%. Ставки по банковским кредитам были снижены только при появлении новостей о планируемом размещении на бирже. Вырученные от *IPO* средства «Пава» направила на развитие: уже в мае выпустила новый сорт муки; разработала новую линейку крекеров и начала крекерное производство; запустила новую линию по производству сахарного печенья и производство подсолнечного масла; в июне приобрела компании «Романовское ЗПП» и «Романовский агрохолдинг», осенью 2005 г. – 25% в компании «Сельхозхолдинг» и 60% акций компании «Зауральский крекер»; выгодно разместила облигации. В планах компании на 2007–2008 гг. дальнейшие приобретения активов, расширение бизнеса, размещение 25–30% пакета акций на Лондонской фондовой бирже (*AIM*), выход на новые рынки и захват 10-процентной доли российского рынка муки.

Основным документом для любого (отечественного или иностранного) инвестора, решившего приобрести акции компании в ходе *IPO* вне зависимости от того, размещены ли они на российской или зарубежной торговой площадке, будет являться *информационный меморандум*.

В одном из пунктов меморандума перечисляются факторы, которые могут отрицательно сказаться на деятельности компании. Традиционно к таковым относятся обстоятельства, которые потенциально могут повлечь судебное преследование эмитента в будущем, что негативно отразится на стоимости акций эмитента и выплате им дивидендов.

Отсутствие ссылки в меморандуме на возможные юридические риски эмитента (при условии, что он мог предвидеть возможность преследования; читай – если эмитент когда-либо нарушал закон) означает, что инвестора вводят в заблуждение, так что последний, в свою очередь, вправе предъявить претензии эмитенту.

Итак, цепочка выглядит следующим образом:

- компания-эмитент не отразила информацию о рисках в меморандуме;
- наступает юридический риск, т. е. компания подвергается судебному преследованию;
- наступление риска для эмитента снижает цену на акции и лишает акционера возможности получить дивиденды;
- акционер терпит убытки;

¹ Использованы материалы: Привлечение инвестиций и корпоративное управление средних компаний / И. Беликов, В. Вербицкий // Журнал управление компанией. 2007. № 4 (71); № 5 (72).

– при отсутствии ссылки в меморандуме на возможное судебное преследование эмитента акционер старается переложить свои убытки на эмитента (например, путем обращения в суд).

Особо актуальны потенциальные претензии от инвесторов для организаций, проводящих *IPO* на западных площадках, где требования к *IPO* и процедура рассмотрения коллективных исков от инвесторов к эмитенту отработывались годами. Но и российское законодательство от западного не отстает – Государственной Думой уже приняты поправки в Арбитражно-процессуальный кодекс РФ, вводящие процедуру рассмотрения коллективных исков. Гарантией же отсутствия судебного преследования с чьей бы то ни было стороны является неукоснительное соблюдение эмитентом требований законодательства, в том числе в сфере интеллектуальной собственности.

Невключение же в меморандум информации о возможном преследовании за использование нелицензионного программного обеспечения вызовет претензии к эмитенту со стороны инвесторов как при вскрытии данного факта в результате проверки правоохранительных органов (последствия: уголовное преследование руководителя, иски от правообладателя о возмещении ущерба), так и при добровольной легализации ПО (последствия: необходимость дополнительных крупных расходов, о которых инвестор не был уведомлен).¹

Разумеется, для средних компаний перспективы привлечения инвестиций путем проведения *IPO* намного более ограничены, чем для крупных, однако они существуют. Более того, в последнее время и российскими биржами (проекты *RTS Start* и сектор ИРК на ФБ ММВБ) создаются условия, расширяющие возможности размещения акций на бирже для средних компаний (в особенности из таких отраслей, как информационные технологии, программирование, биотехнологии).

Например, в октябре 2006 г. разработчик компьютерных игр *G5 Entertainment*, основанный российскими программистами, продал 30% акций за 1 млн долл. в ходе *IPO* на шведской бирже *Nordic Growth Market (NGM)*. Инвесторы приобрели за 1 млн. долл. допэмиссию акций компании в размере 15% от ее уставного капитала и еще 15% – у ее прежних владельцев. Гендиректор *G5* В. Сутлобов заявил, что на *NGM* провести *IPO* дешевле, чем в США или Лондоне. *G5* – небольшая компания, и «на альтернативной площадке Лондонской фондовой биржи (*AIM*) ее акции могли бы просто затеряться». Сумму, которую принесло компании *IPO*, очень сложно получить на российском инвестиционном рынке иным путем. Банки требуют залог, по стоимости равный сумме кредита или превышающий ее, а заемщик не может его предоставить, так как его производство не требует приобретения дорогих материальных активов. Если же компанию финансирует венчурный инвестор («бизнес-ангел»), он обычно рассчитывает получить взамен контроль над ней путем приобретения пакета акций в 70–80%. Эксперты отмечают, что российские

¹ Стратегия развития и корпоративное управление средних компаний / И. Беликов, В. Вербицкий, А. Печерский // Журнал управление компанией. 2007. № 3 (70).

биржи вполне подходят для размещения на них акций малых и средних высокотехнологичных компаний.

В соответствии с указанными актами ФСФР и правилами листинга бирж для включения акций в котировальные списки эмитенты должны соответствовать определенным требованиям, касающимся сроков существования компании, структуры их акционерного капитала, результатов финансовой деятельности, показателей сделок с облигациями на бирже, а также определенным требованиям, касающимся их практики корпоративного управления (см. табл. 1.1.).

Таблица 1.1

Требования, предъявляемые эмитентом в зависимости от включения их акций в тот или иной котировальный список

Требование	Котировальные списки А1 и А2	Котировальные списки Б и В	Котировальный список И
1	2	3	4
Формирование совета директоров	+	+	+
Количество независимых членов СД эмитента, за исключением эмитентов, единственным участником (акционером) которых является РФ	Не менее трех	Не менее одного	Не менее одного
Наличие комитета по аудиту, сформированного в СД эмитента и возглавляемого независимым директором	+	+	-
Наличие комитета по кадрам и вознаграждениям, сформированного в СД эмитента и возглавляемого независимым директором	+	-	-
Формирование коллегиального исполнительного органа	+	-	-
Описание обязанностей членов СД, топ-менеджеров, управляющей компании и ее должностных лиц во внутренних документах эмитента; раскрытие информации о владении ценными бумагами эмитента, а также о продаже и/или покупке его ценных бумаг	+	+	-
Утверждение документа, определяющего правила и подходы к раскрытию информации об эмитенте советом директоров	+	+	+
Утверждение документа по использованию информации о деятельности эмитента, о ценных бумагах общества и сделках с ними советом директоров	+	+	+

Утверждение документа, определяющего процедуры внутреннего контроля финансово-хозяйственной деятельности эмитента, советом директоров	+	+	-
Наличие в уставе эмитента положения о том, что сообщение о годовом общем собрании акционеров должно рассылаться не менее чем за 30 дней до его проведения, если законодательством не предусмотрен больший срок	+	+	+
<p><i>Примечание.</i> Необходимо иметь в виду, что включение акций в котировальный список В осуществляется на срок не более 6 мес., а в котировальный список И – на срок не более пяти лет с последующим переводом акций в котировальный список А или Б (при условии соответствия ценных бумаг и эмитента требованиям, предъявляемым для включения ценных бумаг в соответствующий котировальный список). Требования к компаниям для включения акций в котировальные списки В и И более мягкие – как относительно финансовых результатов, структуры капитала, срока существования эмитента и минимальной стоимости акций, так и относительно уровня корпоративного управления.</p>			

Как видно из таблицы, для включения акций в котировальные списки Б, В, И компания может вести корпоративное управление на относительно низком уровне. Однако необходимо иметь в виду, что, *во-первых*, пребывание акций в списках В и И является временным, а, *во-вторых*, включение акций в котировальные списки высшего уровня приносит эмитенту следующие ощутимые выгоды:

- в соответствии с критериями, установленными МФ РФ, временно свободные средства фонда обязательного страхования вкладов (АСВ) могут быть вложены в акции и облигации, включенные хотя бы в один котировальный список высшего уровня (А);

- согласно Постановлению Правительства РФ № 61 от 1 февраля 2007 г. «Об утверждении Правил размещения средств пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов и контроле за их размещением» вложения пенсионных резервов в акции вкладчиков и учредителей фондов могут составить до 5%, а в акции других эмитентов – до 10%, за исключением случаев, если указанные ценные бумаги включены в котировальные списки российской фондовой биржи высшего уровня (А);

- маржинальные сделки могут осуществляться только с инструментами, включенными в котировальный список А1.

Как показывает опыт компаний, сумевших добиться устойчивого роста стоимости своих акций на протяжении ряда лет, требования к практике корпоративного управления эмитентов, уставленные вышеуказанными нормативными актами ФСФР и правилами листинга бирж, явились для них лишь исходным минимумом. Еще на стадии подготовки к IPO эти компании внедрились ряд дополнительных стандартов корпоративного управления, а после первичного размещения акций еще больше расширили используемый ими

инструментарий КУ, получили рейтинг корпоративного управления. Наглядный пример такого рода представляет стратегия развития ОАО «РБК Информационные системы».

Летом 2001 г. акционеры – основатели компании (три физических лица, занимавшие должности в органах управления компании) избрали СД из 11 человек, из которых пятеро были иностранцами – независимыми директорами. Впоследствии число независимых директоров никогда не составляло менее трети от общей численности совета.

Осенью 2001 г. компания провела частное размещение своих облигаций на сумму 5 млн долл. среди европейских инвесторов.

В апреле 2002 г. РБК провел первое в России IPO одновременно на ММВБ и РТС. Было размещено 16% акционерного капитала. По итогам IPO было привлечено 13,28 млн долл., капитализация компании составила 83 млн долл. – существенно больше, чем предлагали за компанию частные стратегические инвесторы. В июне 2004 г. РБК осуществила дополнительную эмиссию своих акций с размещением 15% от увеличенного уставного капитала на российских биржах.

Годовые отчеты компании начиная с 2001 г. разрабатывались с учетом рекомендаций зарубежной передовой практики корпоративного управления. Возросла насыщенность интернет-сайта РБК; в разделе «Информация для инвесторов» теперь регулярно раскрывался большой объем информации как по ключевым финансово-экономическим показателям деятельности компании, так и по всем важнейшим компонентам ее корпоративного управления.

В 2004 г. РБК заняла 51-е место в рейтинге *Deloitte & Touche Fast 500*, где представлены 500 наиболее быстро растущих технологичных компаний развивающихся рынков.

В 2005 г. компания получила Национальный рейтинг корпоративного управления консорциума «РИД – Эксперт РА» категории А и вышла на 14-е место среди 60 крупнейших публичных российских компаний в исследовании информационной прозрачности рейтингового агентства *Standard & Poor's* за 2004 г. В 2004 г. в составе совета директоров созданы комитет по аудиту и комитет по кадрам и вознаграждениям.

Осенью 2005 г. СД принял решение увеличить количество объявленных акций с 15 до 34,26 млн (около 30% от уставного капитала). Из них 4,26 млн акций предназначаются под опционную программу членам совета директоров.

Динамика рыночной стоимости компании выглядела за эти годы весьма впечатляюще:

- на 31 декабря 2002 г. – 1,8 млрд руб.;
- на 31 декабря 2003 г. – 5,8 млрд руб.;
- на 31 декабря 2004 г. – 8,7 млрд руб.;
- на 31 декабря 2005 г. – 21,7 млрд руб.;
- на 31 декабря 2006 г. – 35 млрд руб.

В настоящее время все больше игроков из различных секторов выходят на публичный рынок ценных бумаг. Их целью является капитализация про-

шлых усилий, получив за них деньги будущих инвесторов, а также сделать свою долю акций ликвидной. Для компании важно получить дополнительное финансирование, необходимое для обеспечения роста в условиях усиливающейся конкуренции, в том числе и за счет поглощения других игроков в ходе консолидации рынка.

Для успешного размещения компания должна соответствовать ряду критериев, которые можно сформулировать при помощи следующих вопросов:

- 1) интересны ли инвесторам размер компании и ее перспективы;
- 2) есть ли у организации четкая стратегия, учитывающая изменение ее модели управления в связи с превращением в публичную корпорацию;
- 3) обладает ли компания устойчивой организационной структурой, способной действительно реализовать выбранную стратегию;
- 4) насколько эффективно работает механизм корпоративного управления.

Не вызывает сомнений тот факт, что большая часть российских компаний, стремящихся к *IPO*, удовлетворяют *первому требованию*: почти все они крупные игроки с привлекательными перспективами. Однако соответствие *трем другим* вызывает вопросы. Проблема заключается не в качественных характеристиках организации, а в том, что их собственники слишком торопятся, стремясь получить «горячие» деньги рискованных западных и российских инвесторов.¹

¹ IPO: промежуточные итоги / Модiano Ф. // Журнал «Управление компанией». 2006. № 7 (62).