Министерство образования РФ

Кемеровский технологический институт пищевой промышленности

Кафедра управления и экономики

ДИПЛОМНАЯ РАБОТА

"Рынок ценных бумаг России - становление, оценка эффективности и перспективы развития."

Выполнила: студентка группы ЭУ-62

Новичкова Я.А.

Руководитель: Карякина И.И. .

Работа защищена .

Кемерово, 2001

Данная работа посвящена проблемам формирования фондового рынка России, рассмотрены теоретические основы, нормативные акты, касающиеся рынка ценных бумаг, проведен анализ развития рынка с 1997г. по 2000г., а так же рассмотрены перспективы развития рынка ценных бумаг России.

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ. . . . . . . . . . . 8

1 Фондовый рынок, основные понятия фондового рынка . . . 10

* 1. Исторические предпосылки создания рынка ценных бумаг . . 10
     1. Рынок ценных бумаг в Царской России . . . . . 10
     2. Рынок ценных бумаг в условиях СССР . . . . . 13
  2. Начало формирования современного фондового рынка . . . 16
  3. Виды ценных бумаг . . . . . . . . . 19
     1. Экономическая сущность и определений ценных бумаг . . 19
     2. Классификация ценных бумаг . . . . . . 20
     3. Значение ценных бумаг . . . . . . . . 23
     4. Акции: обыкновенные и привилегированные . . . . 25
  4. Участники фондового рынка . . . . . . 32

1.4.1 Инвесторы . . . . . . . . . . 33

1.4.2 Эмитенты . . . . . . . . . . 36

1.4.3 Профессиональные участники фондового рынка . . 39

* 1. Первичный и вторичный рынок ценных бумаг . . . . 41
     1. Первичный рынок ценных бумаг . . . . . . 41
     2. Вторичный рынок ценных бумаг . . . . . . 45
  2. Фондовые индексы . . . . . . . . . 49

1. Нормативные акты, регулирующие фондовый рынок . . . 54
   1. ГК Российской Федерации . . . . . . . 55
      1. Акционерные общества, его учредители . . . . . 55
      2. Акционерные общества, уставной капитал . . . . 56
      3. Акционерные общества, выплата дивидендов . . . . 57

2.1.4 Акционерные общества, конфиденциальность . . . . 57

2.1.5 Ценные бумаги. Определение . . . . . . . 58

2.1.6 Ценные бумаги, процедура листинга . . . . . . 59

* 1. Федеральные законы . . . . . . . . 60
     1. Федеральный закон "Об акционерных обществах" . . . 60
     2. Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" . . . . 65
     3. Федеральный закон "О налоге на операции с ценными бумагами" . 70

1. Анализ современного состояния фондового рынка (рынка акций) России 73
   1. Сделки с акциями за рубежом . . . . . . . 73
   2. Динамика развития фондового рынка 1997-2000гг. . . . 74
   3. Современное состояние фондового рынка . . . . . 88
2. Перспективы развития рынка ценных бумаг в России . . . 92
   1. Ближайшие перспективы развития рынка ценных бумаг России . 92
   2. Варианты развития российского рынка капиталов . . . . 99

ЗАКЛЮЧЕНИЕ . . . . . . . . . . 103

Введение

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

Проблема фондового рынка - одна из самых сложных и увлекательных тем экономической теории.

Период 90-х годов России связан с целым рядом экономических бурь и финансовых потрясений. Они были вызваны прежде всего приватизацией и акционированием предприятий, становлением российского рынка ценных бумаг. Следствием бурного развития фондового рынка стали и современная финансовая практика и резкое имущественное дифференциация общества на крупных собственников (владельцев) и крупных акционерных предприятий, мелких и мельчайших собственников.

Такая связь рынка ценных бумаг в переходный период с политической, социальной, экономической подсистемой государства порождает дополнительные теоретические и практические проблемы, необходимость системных исследований взаимного влияния государства и рынка ценных бумаг.

С одной стороны, государство формирует рынок ценных бумаг, определяет системные риски этого рынка. С другой стороны, рынок ценных бумаг участвует в перераспределении собственности, а следовательно, и власти в государстве, в формировании правящей элиты.

Функционирование фондового рынка способствует формированию класса эффективных собственников; обеспечивает формирование конкурентоспособных ФПГ и холдингов, высшего и среднего класса; позволяет повысить эффективность труда, превратить наемных работников в совладельцев предприятий посредством продажи им части акций и др.

В условиях рыночного демократического государства, свободной конкуренции рынка ценных бумаг позволяет обновлять в результате добровольных актов купли-продажи пакетов ценных бумаг социальные группы эффективных собственников в каждом общественном классе.

Для демократии в России очень важно, чтобы этот процесс проходил цивилизовано. Основными средствами цивилизованного перераспределения собственности являются рынок ценных бумаг и биржевое дело.

Фондовые биржи являются одним из элементов рынка ценных бумаг. Это один из наиболее известных и престижных рыночных институтов. При этом эффективность, значимость бирж зависит от политической системы, структуры экономики страны и большого числа других факторов.

Рынок ценных бумаг демократичен. Участниками этого рынка являются центральные органы государственной власти, местные органы власти, профессиональные участники этого рынка, юридические лица, предприниматели без образования юридического лица, семьи и физические лица.

1 ФОНДОВЫЙ РЫНОК, ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА

1.1 Исторические предпосылки создания рынка ценных бумаг в России

*1.1.1 Формирование рынка ценных бумаг в царской России*

Рынок ценных бумаг в царской России формировался и развивался около 150 лет (1769-1913 гг.) в тесной связи с эволюцией экономики и политикой страны.

Здесь можно выделить три периода.

Первый период - с 1769г. до конца 50-х годов XIX в. - время возникновения и начала становления рынка ценных бумаг, когда происходило преимущественно обращение государственных ценных бумаг.

Второй период - с 60-х годов XIX в. по 1897г. - совпал с завершением денежной реформы (введение "золотой валюты"). Этот период считается важнейшим, т.к. охватывает интенсивное развитие рынка ценных бумаг.

Третий период - с 1897г. по 1913г. (начало первой мировой войны) - соответствует чертам становления "зрелого" рынка ценных бумаг.

Непрерывные войны заставили правительство искать новые источники финансирования. В 1769г. (при Екатерине II) впервые появились государственные ценные бумаги в форме облигационного временного займа России, который был размещен на голландском рынке через посредника банкира, исходил из 5 % годовых сроком на 10 лет. Затем правительство уже от своего имени выпустило ряд внешних займов путем заключения соглашения с посредниками - банкирами, как правило, голландскими.

Отменив крепостное право, Россия поднялась на новую ступень развития. С учетом улучшения состояния государственного бюджета и увеличения золотого запаса появилась возможность провести новую денежную реформу. Это увенчалось успехом. В 1897г. была введена "Золотая валюта". Предел эмиссии кредитных билетов определялся в сумме 600 млн. руб., которая на 50 % покрывалась золотом; на 50 % - коммерческими векселями.

В то время выпускались государственные 4 % бессрочные ренты в крупном масштабе, что превратило их в основную форму государственные займов. В 1895г. купоны 4 % рент начали свободно обращаться в качестве денежных знаков.

В истории денежных бумаг России видное место заняли государственные ценные бумаги железнодорожных займов, представлявшие собой инструмент инвестиционной политики правительства.

Первоначально в железнодорожном деле в качестве инвесторов выступало казначейство, используя выпуск правительственных железнодорожных облигаций.

Появившиеся в России гарантированные правительством железнодорожные ценные бумаги частных акционерных обществ знаменовали наступление эпохи интенсивного строительства железных дорог в Российской империи.

В России благодаря использованию ценных бумаг за несколько десятилетий совершилось "железнодорожное чудо" (протяженность рельсовых путей России достигло 70,9 тыс. км. В этом отношении Россия уступала только США).

Параллельно с обращением государственных ценных бумаг развивались ценные бумаги во взаимосвязи с деятельностью хозяйственных субъектов. В первую очередь относится к векселям и акциям.

В России первый Вексельный устав был составлен при Петре I по образцу Лейпцигского Вексельного устава. В XVIII-XIX вв. он неоднократно подвергался переработке. В 1902г. был утвержден новый вексельный устав. Он представлял собой значительное достижение по сравнению с предшествующими вексельными уставами, созданными по иностранным образцам. По мере развития банковской системы России расширялось кредитование хозяйство под залог векселей в форме их учета.

Активизация обращения векселей в начале ХХ в. объяснялась утверждением капиталистических отношений как в промышленности, сельском хозяйстве, так и в торговле.

После отмены крепостного права шел ускоренный процесс создания акционерных обществ, что обусловило рост значения акций на рынке.

Акционерные общества в России возникли еще в дореформенное время. К 1861г. в России было 120 акционерных обществ с капиталами в размере 100 млн. руб.; в том числе 35 млн. руб. - в промышленности. К 1881г. число акционерных обществ увеличилось до 635, а капиталы до 840 млн. руб. Крупные акционерные капиталы и облигационные займы железнодорожных акционерных обществ имели правительственную гарантию и относились к сфере производственного государственного кредита.

Во время экономического 90-х гг. XIX в. число акционерных обществ удвоилось. Их капиталы достигли 2,4 млрд. руб.; в том числе 1,5 млрд. руб. К 1914г. 2235 акционерных обществ имели капиталы в сумме 4,7 млрд. руб. Из них на долю 1621 промышленного акционерного капиталы акционерных обществ в промышленности увеличились в три раза и составили общества приходилось 3,2 млрд. руб.

Акционерные общества в дореволюционной России занимали ведущее положение в фабрично-заводской промышленности. На них производилось 60 % промышленной продукции.

Для ограждения интересов мелких капиталистов и населения России, в отличие от западных, устанавливалось предельное число голосов, которые мог иметь один акционер на общественном собрании акционерного общества. Акционерные общества формировались в России на принципах более демократичных чем в других странах.

С 1810г., когда Россия выпустила первый внутренний государственный займ, началась история формирования ее фондового рынка. Это проявилось прежде всего в возникновении бирж, на которых обращались ценные бумаги.

В России первая товарная и весельная биржа была официально открыта в 1703г. по инициативе Петра I. Большинство бирж было организовано во второй половине XIX в. В 1914г. их было 115. Главной была Санкт-Петербургская биржа, которая имела товарный и фондовый отделы. На ней котировались 312 различных видов акций на 2 млрд. руб., а также облигации государственных и гарантированных государством займов.

К 1820г. облигации государственных займов стали обращаться вместе с товарами на официальных товарных биржах (в Петербурге, Москве, Одессе, Варшаве, Киеве, Риге, Харькове и др.). Что касается акций и облигаций корпораций, торговля ими на биржах (с 1827г.) была незначительна.

Рынок ценных бумаг быстро развивался после отмены крепостного права, благодаря преобразованию экономической системы и развитию производительных сил. На всех биржах 2/3 и более объемов купли-продажи составляли облигации государственных займов (включая железнодорожные).

Государственное регулирование рынка ценных бумаг началось в XVIII в. В 1769г. в России был образован комитет, уполномоченный для проведения денежных негоциаций в иностранных землях, который отвечал за ведение всех дел по внешним займам.

В 1810г. была утверждена Комиссия погашения государственного долга. На основе ее Устава (1817г.) была утверждена Государственная долговая книга. Это явилось важным шагом в документации государственного долга. Почти все выпущенные в России и за границей государственные займы были занесены в долговую книгу.

Усиление государственного регулирования фондового рынка осуществлялось в течение 1900-1914гг., т.е. в период наивысшего подъема биржевого дела в стране.

К началу ХХ в. уже сложился биржевой механизм и проводились довольно крупные операции с ценными бумагами.

Государственное регулирование фондовой деятельности было важно и целесообразно для эффективного развития фондовых бирж, особенно в стадии формирования рынка ценных бумаг.

*1.1.2 Ценные бумаги в условиях СССР*

После октябрьских событий с декретом Совета Народных Комиссаров (СНК) РСФСР от 23 декабря 1917г. все операции с ценными бумагами на территории страны были запрещены. Были аннулированы и облигации внутренних и внешних государственных займов. Это, с одной стороны, освободило страну от платежей по государственному долгу; с другой стороны - привело к отказу от исторического опыта использования ценных бумаг, разрушило фундамент международного кредита и торговых отношений между Россией и западными державами. В процессе национализации прекратили существование акционерные общества. Их акции и облигации утратили юридическую силу. В результате корпоративные ценные бумаги также были выведены из экономического оборота. Рынок ценных бумаг прекратил свое существование на территории Советской России.

После окончание гражданской войны страна приступила к восстановлению народного хозяйства, проводя новую экономическую политику (НЭП).

В целях максимального привлечения свободных средств для восстановления экономики правительство попыталось перейти к активному использованию ценных бумаг на новых политических и экономических условиях. В течение 1922-1927гг. были выпущены самые разнообразные займы с различными сроками, доходностью, формами выплаты дохода, способами размещения и т.д.

Первые займы (три выпуска), выпущенные в 1922-1923гг., носили натуральную форму - исчислялись в хлебной и сахарной единицах. Это связано с отсутствием нормативной денежной системы, обесценением валюты и острой нехваткой жизненных средств в форме хлеба и сахара. Займы были выпущены беспроцентными и на короткий срок. По мере стабилизации денежного обращения после проведения денежной реформы (1922-1924гг.) займы стали выпускаться в денежном исчислении.

По срокам займы были краткосрочные (не более одного года), среднесрочные (от 2 до 5 лет) и долгосрочные (6, 7, 10 лет). Основная тенденция заключалась в постепенном увеличении доли среднесрочных и долгосрочных займов.

По способу размещения займы делятся на добровольные, добровольно-принудительные и принудительные. Например, второй крестьянский выигрышный займ 1925г. реализовался через сеть персональной агентуры, руководимой волостными и уездными уполномоченными. В городе его размещение осуществлялось открытой продажей. Часть облигаций продавалась органами Наркомфина по биржевому курсу. Остальные были реализованы в рассрочку через сберкассу. В принудительном порядке размещалось несколько займов: первый и второй шестипроцентные выигрышные займы 1922-1924гг., первый трехпроцентный внутренний займ 1924г. Это объяснялось неблагоприятными экономическими условиями в стране и недоверием населения к советским займам.

По выплате доходов облигации займов можно подразделить на процентный, беспроцентный, выигрышный и процентно-выигрышный.

Облигации займов этого периода характеризовались низким курсом и высокой доходностью.

Держатели облигаций займов имели ряд дополнительных льгот: можно было получать ссуды банков под залог облигаций, использовать облигации при плате налогов. Это обеспечивало высокую ликвидность государственных ценных бумаг.

Что касается внешних займов, то иностранные державы соглашались предоставить финансовую помощь только при признании дореволюционных догов. Правительство вело переговоры в этом отношении, но положительных результатов не было.

Выпуск государственных ценных бумаг имел существенное значение для преодоления бюджетного дефицита. К концу восстановительного периода государственных бюджет сводился к положительным сальдо.

Значение государственных ценных бумаг не ограничивалось покрытием бюджетного дефицита. Они были использованы при проведении денежной реформы в 1922-1924гг. Например, в 1923г. был выпущен гарантированный правительством краткосрочный займ Наркомата путей сообщения в форме транспортных сертификатов на сумму 24 млн. руб. золотом сроком от 9 месяцев до 1 года. Номинал облигации определялся в 5 рублей золотом. Сертификаты были предназначены для покрытия расходов железных дорог и для оплаты транспортных услуг. Они стали играть заметную роль в денежном обращении, т.к. в то же время параллельно были введены две валюты - советские знаки и твердые червонцы большого достоинства.

Новая экономическая политика открыла дорогу развитию других элементов рынка ценных бумаг. Восстанавливается вексельное обращение и акционирование.

Появились акционерные общества. Они стали создаваться в 20-х годах и представляли тогда одну из форм управления промышленностью, торговлей и банками при совместном участии в управлении нескольких хозяйственных организаций.

В июле 1921г. открылась первая советская биржа. Фондовые отделы при товарных биржах могли заниматься торговлей: инвалютой, банкнотами, советскими государственными ценными бумагами, акциями и паями, металлическими слитками.

В течение 1922-1924гг. фондовые отделы главным образом заключали сделки с валютой, червонцами - в связи с денежной реформой. К котировке на официальных фондовых отделах были допущены только платежные обязательства, выпущенные Наркомфином в 1923г., и облигации первого шестипроцентного выигрышного займа.

К концу 1924г. вместо официальной неизменной цены государственные ценные бумаги стали размещаться по рыночному курсу. Масштаб выпуска займов сокращался.

Начиная с 1927г. страна вступила в стадию индустриализации. Правительство изменило курс на развитие рынка ценных бумаг.

Начиная с 1927г. государственные предприятия были обязаны помещать все запасные и резервные средства в государственные ценные бумаги. Кооперативные и акционерные (паевые) общества в приобретаемые государственные ценные бумаги должны были вкладывать 60 % резервных средств. Состав кредиторов государства расширился до всех юридических лиц.

Изменяется структура облигаций государственных займов по срокам. Более 94 % государственных займов приходилось на долю долгосрочных облигаций.

По мере "укрепления" планового управления экономикой в 1930г. были закрыты фондовые отделы бирж. Операции с ценными бумагами проводились снова по твердому официальному курсу, без учета реального состояния рынка. Обращение облигаций - покупка, продажа и залог - было запрещено.

Отказ от принципов новой экономической политики повлиял на использование ценных бумаг предприятий - векселей и акций. С 1929-1930 гг. акционерные общества стали заменяться формами государственных предприятий. Только после окончания второй мировой войны в некоторых странах народной демократии Советским Союзом и правительствами этих стран совместно на паритетных началах были организованы акционерные общества с целью развития важных промышленных отраслей. С достижение цели совместные акционерные общества были ликвидированы, а доля собственности СССР была передана на льготных условиях заинтересованным правительствам.

Недолго просуществовало и вексельное обращение. В 1937г. на территории СССР было введено в действие основанное на женевских вексельных конвенциях 1930г. Положение о простом и переводном векселе. Однако вексель использовался только в расчетных и кредитных отношениях, возникших в сфере экономического сотрудничества СССР с капиталистическими странами. Во внутреннем же обороте СССР вексельное обращение было ликвидировано еще в 1930 г. в связи с переходом к системе прямого целевого банковского кредитования народного хозяйства.

Великая Отечественная война потребовала огромных финансовых ресурсов. Государственные займы служили одним из существенных источников средств для финансирования военных расходов. В течение 1942-1945гг. было выпущено четыре "военных займа" на общую сумму 72 млрд. руб. сроком на 20 лет исходя из 4 % годовых.

После окончания войны был утвержден четвертый пятилетний план - план восстановления и развития народного хозяйства СССР на 1945-1950гг. Была необходима конверсия всех займов.

В 1948г выпущен новый конверсионный займ - государственный двухпроцентный займ для обмена облигаций займов, выпущенных до 1947г. (кроме выигрышного займа 1938г., часть которого обменивалось на наличность, часть - на облигации трехпроцентного внутреннего выигрышного займа 1947г).

Обмен облигаций займов проводился сберегательными кассами на предприятиях, в учреждениях и колхозах в пределах определенного периода. После конверсии объем долга сократился в несколько раз, уменьшились платежи по займам.

С 1946 по 1957г. было выпущено пять займов восстановления и развития народного хозяйства СССР и 7 займов развития народного хозяйства (выпуска 1951-1957 гг.). Все они были выпущены сроком на 20 лет. Доход выплачивался только в виде выигрышей. Кроме того, еще два займа были выпущены сроком на 25 лет: внутренний выигрышный займ 1947 г. и четырехпроцентный внутренний выигрышный займ 1947г.

Возникла ситуация, когда текущие расходы по обслуживанию государственных займов стали превышать поступления от размещения новых облигаций. Поэтому в 1957 г. ЦК КПСС и Совет Министров СССР приняли постановление "О государственных займах, размещаемых по подписке среди трудящихся Советского Союза", согласно которому в основном прекратился дальнейший выпуск новых займов, было отсрочено погашение ранее выпущенных займов на 20 лет и перестали проводится выигрышные тиражи.

В дальнейшем ценные бумаги почти вышли из народохозяйственного оборота СССР. С этого практически нулевого состояния начинается возрождение рынка ценных бумаг.

1.2 Начало формирование современного фондового рынка

В 90-х годах Россия стала на путь возрождения рынка ценных бумаг, учитывающего как исторические и российские традиции, так и опыт стран с развитой рыночной экономикой.

Для существования в стране развитого рынка ценных бумаг необходимы такие его компоненты, как спрос, предложение, посредники-участники, рыночная инфраструктура (коммерческие банки, фондовые биржи, инвестиционные институты и т.п.), а также системы его регулирования и само регулирования. Все компоненты были в основном созданы к 1994г. Решающую роль в воссоздании рынка ценных бумаг сыграла приватизация и акционирование государственных предприятий - акционерные общества стали главными субъектами этого рынка.

Рынок ценных бумаг может развиваться только при нормальных товарно-денежных отношениях и отношениях собственности. Преобразование государственной собственности в формы собственности, адекватные новым рыночным отношениям, в значительной мере осуществляется путем ее приватизации.

Последние десятилетия приватизация имела место во многих странах мира особенно она проводилась в Англии. Он в странах Запада приватизация происходила в период развитой рыночной экономики, когда емкость рынка позволяла поглотить любое количество антиприватизируемых предприятий. В России ситуация иная.

В условиях неразвитого российского рынке ценных бумаг, приватизация, связанная напрямую с акционированием, является начальным импульсом для формирования рынка ценных бумаг, поскольку позволяла участвовать в нем большинству предприятий и населения.

Приватизация вызвала к жизни новый вид ценных бумаг - приватизационные чеки (ваучеры). Это государственные ценные бумаги на предъявителя, дающие право на приобретение части государственной собственности, которая безвозмездно передавалась гражданам Российской Федерации в процессе приватизации. Последний, с одной стороны, связан с появлением на рынке нового вида ценных бумаг - ваучеров; с другой стороны - способствует становления акционерных обществ в качестве ведущей организационно-правовой формы предприятий. Это выступает причиной эмиссии не только новых акций и облигаций, но и производных от них видов ценных бумаг, расширяет обращение корпоративных ценных бумаг. Следовательно, приватизация - начальный этап возрождения рынка ценных бумаг в России, превращения их в финансовый инструмент, доступный широким слоям населения.

В условиях современного состояния экономики в России не может быть полноценного рынка ценных бумаг. Уровень его развития во многом зависит от благосостояния населения, которое определяет спрос на ценные бумаги. Поэтому экономический рост сопровождаемый увеличение доходов населения, - главный фактор возрождения рынка ценных бумаг. Одним из наиболее объемных и развитых является рынок государственных ценных бумаг, включающий комплекс долговых обязательств государства. На российском рынке представлены также корпоративные ценные бумаги (уставный фонд бывших государственных предприятий, преобразованных в открытые акционерные общества, составил осенью 1993г. около 400 млрд. руб.).

В 1992-1995 гг. осуществлялась эмиссия банковских коммерческих бумаг (векселей - более чем на 40 млрд. руб., чеков), а также банковских депозитных сертификатов и сберегательных. В 1992г. началась торговля товарными и валютными фьючерсами и опционами. В дальнейшем торговля производными ценными бумагами увеличилась.

Рынка ценных бумаг в Росси сегодня характеризуется не большими объемами, низкой ликвидностью, "неоформленностью" в макроэкономическом смысле (неизвестны макропропорции между различными видами ценных бумаг, а также их доля в финансировании хозяйства), неразвитостью материальной базы, технологией торговли, депозитарной и клиринговой сети, отсутствием хорошо продуманной, долгосрочной фондовой политики. Тормозит развитие российского рынка ценных бумаг недостаточно продуманная система налогообложения, особенно доходов от торговли новыми видами ценных бумаг.

Все операции с ценными бумагами всегда спряжены с риском. Сейчас в России риск особенно велик и существует во многих видах: системный (риск кризиса рынка ценных бумаг в целом); несистемный (сочетание всех видов риска, связанных с конкретной ценной бумагой); селективный (риск неправильного выбора ценных бумаг для инвестирования по сравнению с другими видами бумаг при формировании портфеля); временной (риск эмиссии, покупки или продажи ценной бумаги в неподходящее время, что влечет за собой потери); законодательных изменений (риск вследствие изменения условий эмиссии, признания ее недействительной и т.п.); ликвидности (риск, связанный с возможностью потерь при реализации ценной бумаги из-за изменившийся оценки ее качества); инфляционный (риск того, что при высокой инфляции доходы, получаемые инвесторами от ценных бумаг, обесцениваются быстрее, чем растут инвестор несет реальные потери).

Существуют и многие другие виды риска по операциям с ценными бумагами. В России все они имеют место и порождаются царящей экономической и политической нестабильностью. Высокая степень риска не только препятствует развитию рынка ценных бумаг, но и создает заслон для сохранения денежных накоплений населения и предприятий.

В целом в России стихийно сложилась смешанная, полицентрическая модель рынка ценных бумаг, на котором одновременно и с равными правами присутствуют коммерческие банки, фондовые биржи и другие финансовые институты. Эта модель отличается от американской, где существуют серьезные ограничения по операциям с ценными бумагами (в частности, для коммерческих банков).

Рынок ценных бумаг будет подвергаться изменениям. Это сопряжено с неизбежностью новых модификаций рыночных отношений (особенно в связи с тем, что рынок приобретает все более остроконкурентный характер). Существенно меняется ситуация на рынке ценных бумаг с принятием гражданского кодекса Российской Федерации, федеральных законов о рынке ценных бумаг, об акционерных обществах.

1.3 Виды ценных бумаг и понятия ценных бумаг

*1.3.1 Экономическая сущность и определение ценных бумаг*

В Гражданском кодексе Российской Федерации (ГК РФ) дается следующее определение ценных бумаг: ценной бумагой является документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при ее предъявлении. С передачей ценной бумаги удостоверяемые ею права переходят в совокупности утрата ценной бумаги, как правило, лишает ее возможности реализовать выраженное в ней право.

В определении, данном ГК РФ можно выделить следующие отличительные признаки ценных бумаг I) это документы; 2) составляются эти документы с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов; 3) они удостоверяют имущественные права; 4) осуществление или передача имущественных прав возможны только при предъявлении этих документов.

Приведенное определение не исчерпывает, однако, полностью всех составляющих. Под него подпадают и документы, не рассматриваемые в качестве ценных бумаг. Это относится, например, к внутрибанковским расчетным документам (платежным поручениям, платежным требованиям-поручениям, аккредитивам, гарантиям и поручительствам), исполнительным документам судов, нотариальных органов, складским документам и т п.

Не проясняет ситуации и перечень ценных бумаг, данный в Гражданском кодексе РФ. К ним ГК РФ относит: государственные облигации, облигации, векселя, чеки, депозитные и сберегательные сертификаты, банковские сберегательные книжки на предъявителя, коносаменты, акции, приватизационные ценные бумаги и другие документы, которые законами о ценных бумагах или в установленном им порядке отнесены к числу ценных бумаг. Действующее законодательство не дает закрытого перечня ценных бумаг, обращающихся на российском рынке.

Вместе с тем из приведенного перечня видно, что в число ценных бумаг входят разнотипные документы, соответствующие ресурсам, права на которые они выражают. Так, акции соответствуют недвижимости: облигации корпораций, государственные ценные бумаги, депозитные и сберегательные сертификаты выражают долговые отношения коносаменты, векселя, чеки связанны с движением товаров. Поэтому для раскрытия экономической сущности ценных бумаг необходимо рассмотреть дополнительные качества, без которых документ не может претендовать на статус ценной бумаги.

Во-первых, ценные бумаги представляют собой денежные документы, удостоверяющие имущественное право в форме титула собственности (акции корпораций, векселя, чеки, коносаменты и т. д.) или имущественное право как отношение займа владельца документа к лицу, его выпустившему (облигации корпораций и государства, сертификаты и др.);

Во-вторых, ценные бумаги выступают в качестве документов, свидетельствующих об инвестировании средств. Эго особенно важно для понимания экономической сущности и роли ценных бумаг. Здесь они играют главную роль как высшая форма инвестиций;

В-третьих, ценные бумаги — это документы, в которых отражаются требования к реальным активам (акциям, чекам, приватизационным документам, коносаментам, жилищным сертификатам и др.);

В-четвертых, важным моментом для понимания экономической сущности ценных бумаг является то обстоятельство, что они приносят доход. Это делает их капиталом для владельцев. Однако такой капитал существенно отличается от действительного капитала: он не функционирует в процессе производства.

Наиболее ярко это проявляется в облигациях государственных займов, которые выпускаются обычно в непроизводительных целях (для покрытия бюджетного дефицита). Деньги, подученные государством от выпуска займов, фактически не функционируют как капитал. Тем не менее, владельцы облигаций имеют право на получение регулярного дохода в виде процента, и поэтому для них облигации служат капиталом.

И так ценные бумаги - это большое разнообразие документов для использования в хозяйственной деятельности. Вместе с тем они объединяются одним общим для них признаком - необходимостью их предъявления для реализации выраженного в них имущественного права.

*1.3.2. Классификация ценных бумаг*

Многообразие ценных бумаг предопределяет множественность критериев классификации.

Традиционным является деление ценных бумаг по признаку принадлежности прав, удостоверяемых ими. Права могут принадлежать:

- предъявителю ценной бумаги:

- названному в ценной бумаге лицу;

- названному в ценной бумаге лицу, которое может само осуществить эти права или назначить своим распоряжением (приказом) другое управомоченное лицо.

В соответствии с этим различают: ценную бумагу на предъявителя; именную бумагу и ордерную ценную бумагу.

Ценная бумага на предъявителя не требует для выполнения прав идентификации владельца, не регистрируется на имя держателя. Права, удостоверенные ценной бумагой на предъявителя, передаются другому лицу путем простого вручения|.

Именная ценная бумага выписывается на имя определенного лица. Права, удостоверенные именной ценной бумагой, передаются в порядке, установленном для уступки требований (цессии). Лицо, передающее право по ценном бумаге, несет ответственность за недействительность соответствующего требования, но не за его исполнение.

Ордерная ценная бумага выписывается на имя первого приобретателя или “его приказу". Эго означает, что указанные в них права могут передаваться в зависимости от произведенной на бумаге передаточной надписи — индоссамента. Индоссамент ответствен не только за существование права, но и за его осуществление.

Индоссамент переносит все права, удостоверенные ценной бумагой, на индоссанта, которому или приказу которого передаются права по ценной бумаге.

Индоссамент может ограничиваться только поручением осуществлять права, удостоверенные ценной бумагой, без передачи их индоссанту (пере поручительному индоссаменту). В этом случае индоссант вступает в качестве представителя.

Иногда именные и ордерные ценные бумаги объединяются в более общий вид именных бумаг, в которых обозначается имя первоначального субъекта прав. Затем общий вид подразделяется на две разновидности: собственно именные ценные бумаги и ордерные бумаги, отличающиеся тем, что субъект права может быть указан приказом своего предшественника.

Деление ценных бумаг на именные, ценные бумага на предъявителя и ордерные возможно также по способу передачи удостоверяемых ими прав.

Ценные бумаги можно подразделять и по критерию назначения или цели выпуска: ценные бумаги денежного краткосрочного рынка и рынка капиталов (инвестиций). На денежном рынке покупаются и продаются краткосрочные ценные бумаги со сроком обращения от одного дня до одного года. К ним относятся коммерческие, банковские и казначейские векселя, чеки, депозитные и сберегательные сертификаты и др. Они основаны на отношениях займа. Цель выпуска— обеспечить бесперебойность платежного денежного оборота.

Рынок инвестиций отражает движение капиталов и представлен среднесрочными (до пяти лет) и долгосрочными (свыше пяти лет) ценными бумагами, а так же бессрочными фондовыми ценностями. Последние не имеют конечного срока погашения (акции и бессрочные облигации).

В свою очередь инвестиционные бумаги можно разделить, на две категории. 1) долговые ценные бумаги, основанные на отношениях займа м воплощающие обязательство эмитента выплатить проценты и погасить основную сумму долга в согласованные сроки (облигации); 2) ценные бумаги, выражающие отношения собственности и являющиеся свидетельством о доле собственника в капитале корпорации (акции).

Некоторые ценные бумаги, несмотря на то, что сроки обращения их менее одного года, функционируют не на денежном рынке, а на рынке капиталов (например, опционы).

В зависимости от сделок, для которых выпускаются ценные бумаги, последние подразделяются на фондовые (акции, облигации) и торговые (коммерческие векселя, чеки коносаменты, залоговые свидетельства и др.).

Фондовые ценные бумаги отличаются массовостью эмиссии и обращаются на фондовых биржах.

Торговые ценные бумаги имеют коммерческую направленность. Они предназначены главным образом для расчетов по товарным операциям и обслуживания процесса перемещения товаров.

С учетом правового статуса эмитента, степени инвестиционных рисков и кредитных рисков, гарантий охраны интересов инвесторов и других факторов фондовые ценные бумаги подразделяются на три группы: государственные, муниципальные и негосударственные. Среди государственных наиболее распространены казначейские векселя, казначейские обязательства. облигации государственных и сберегательных займов. К муниципальным относятся долговые обязательства местных органов власти. Негосударственные ценные бумаги представлены корпоративными и частными финансовыми инструментами. Корпоративными ценными бумагами служат долговые обязательства предприятий, организаций и банков. Частными ценными бумагами могут быть векселя, чеки, выпускаемые физическими лицами.

Особенности обращаемости на рынке предопределяют деление ценных бумаг на рыночные (обращаемые) и нерыночные (необращаемые).

Рыночные ценные бумаги могут свободно продаваться и покупаться на вторичном рынке в рамках биржевого и внебиржевого оборота. После выпуска они не могут быть предъявлены эмитенту досрочно.

Нерыночные ценные бумаги не переходят свободно из рук в руки, то есть не имею вторичного обращения. Это относится, например, к ценным бумагам, эмитент, которых поставил при выпуске условие, заключающееся в том, что они не могут быть проданы и должны выкупаться только самим эмитентом. Так, ограничения по сделкам купли-продажи имеют акции закрытых акционерных обществ.

По своей роли ценные бумаги делятся на основные (акции и облигации), вспомогательные (чеки, векселя. Сертификаты и др.) и производные. Удостоверяющие право на покупку и продажу основных ценных бумаг (варранты, опционы, финансовые фьючерсы, преимущественные права приобретения).

Многие виды ценных бумаг составляют предмет эмиссий (эмиссионные бумаги). Эмиссионная ценная бумага - любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, обладающая одновременно следующими признаками:

* закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных законом формы и порядка;
* размещается выпусками, под которыми понимается совокупность ценных бумаг одного эмитента, обеспечивающих одинаковый объем прав владельцам и одинаковые условия эмиссии (первичного размещения);
* имеет равные объем и сроки реализации прав внутри одного выпуска независимо от времени приобретения ценной бумаги.

Целесообразна классификация ценных бумаг по срокам погашения обязательств: срочные ценные бумаги с конкретными сроками погашения и бумаги, обязательства по которым выполняются по предъявлении.

Можно классифицировать ценные бумаги и по другим признакам (документарные и бездокументарные, отзывные и безотзывные, с фиксированным и колеблющимся доходом и т.д.). При решении вопроса о группировках ценных бумаг всегда нужно учитывать цель классификации.

*1.3.3 Значение ценных бумаг*

Возникновение и быстрое развитие упорядоченного рынка ценных бумаг были обусловлены становлением капиталистических производственных отношений. Прежде всего, это проявилось в расширении границ коммерческого кредитования, которое представляет собой исходную форму капиталистического кредита.

Орудием коммерческого кредита выступает вексель - первый вид ценной бумаги. Вексель превращается в форму кредитных денег.

По сравнению с другими долговыми обязательствами вексель обладает: 1) абстрактностью, поскольку в нем, не оговариваются конкретные причины появления долгового обязательства; 2) бесспорностью, т.е. обязательством должника произвести платеж независимо от условий возникновения долга; 3) обращаемостью, позволяющей использовать вексель как средство обращения вместо наличных денег (в связи с этим вексель получил название торговых денег).

Эти моменты свидетельствуют о большом значении, которое имели ценные бумаги в виде векселей в развитии промышленного производства, утверждении капиталистических отношений и становлении рынка.

В процессе деятельности банковской системы создается еще одна форма ценных бумаг - чеки, играющие роль кредитных денег и о посредующие обращение товаров в качестве платежного средства возникли и другие инструменты удостоверяющие движение товаров (коносаменты, закладные документы и т.д.). Однако настоящим прорывом в формировании рынка ценных бумаг явились акционерные общества.

Появление важнейших видов ценных бумаг - акций и корпоративных облигаций - следствие объективных потребностей производства, так как они служат важнейшим инструментом централизации реальных капиталов. В то же время использование корпоративных ценных бумаг способствовало вовлечению населения в сферы рыночных отношений, постепенному формированию заинтересованности в росте эффективности производства, воспитанию у него культуры экономического общения. Этот процесс продолжается.

Значение ценных бумаг в экономике нельзя понять без рассмотрения роли государственных ценных бумаг.

Роль государственных ценных бумаг менялась в ходе развития экономики. Сначала государственные ценные бумаги как один их инструментов государственного кредита использовались главным образом для покрытия чрезвычайных расходов государства, связанных с войнами и стихийными бедствиям (покрытие бюджетного дефицита). Со временем государственные ценные бумаги во все большей мере начинают воздействовать на экономику, играть незаменимую роль в сфере государственного регулирование денежного обращения.

В современных условиях с помощью государственных ценных бумаг производится денежно-кредитная политика с целью регулирования макроэкономики. Центральный банк Российской Федерации (Банк России), представляющий правительство как агент, покупает и продает государственные ценные бумаги на рынке ценных бумаг (операции "на открытом рынке") с целью регулирования денежной массы в обращении.

Государственные ценные бумаги в экономике России выполняют следующие функции:

• являются наиболее цивилизованным рыночным способом формирования государственного долга;

* обеспечивают кассовое исполнение государственного бюджета тем покрытия коротких разрывов между доходами и расходами, возникающих из-за несовпадения во времени налоговых поступлений и доходов бюджета;

• выступают при проведении денежно-кредитной политики государства регулятором не только денежного обращения, но и развития экономики в целом: сущность денежно-кредитной политики состоит изменении денежной массы в целях достижения подъема общего уровня производства, повышений занятости и предотвращения инфляции;

• мобилизуют средства для финансирования целевых государственных и местных программ, имеющих важное социально-экономической значение;

• могут выступать в качестве залога по кредиту, предоставленному Центральным банком РФ правительству, по ссудам, взятым коммерческими банками у Центрального банка РФ, а также по кредитам, получаемым предприми в коммерческих банках.

Давая общую оценку значения ценных бумаг в экономике можно выделить следующие важнейшие моменты. Во-первых, ценные бумаги выступают гибким инструментом инвестирования свободны денежных средств юридических и физических лиц. Во-вторых, размещение ценных бумаг—эффективный способ мобилизации ресурсов для развития производства и удовлетворения других общественных потребностей. В-третьих, ценные бумага активно участвуют в обслуживании товарного и денежного обращения. В-четвертых, на рынке ценных бумаг, прежде всего фондовых биржах, складываются курсы ценных бумаг. Эти курсы - барометр любых изменений в экономической и политической жизни той или иной страны. Курсы резко падают в годы кризисов и неблагоприятной конъюнктуры и наоборот повышаются в периоды оживления и подъема производства.

*1.3.4 Акции обыкновенные и привилегированные*

Согласно Закону "О рынке ценных бумаг", акция представляет собой эмиссионную ценную бумагу, закрепляющую права ее владельца на получение части припыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществам и на часть имущества, остающегося после его ликвидации. Акция свидетельствует о вкладе акционеров в уставной капитал акционерного общества. Акционер, являясь владельцем приобретенных акций, участвует не только в получении прибыли общества. Но также несет риск в случае хозяйственных неудач акционерного общества в пределах стоимости принадлежащих ему акций.

Рынок акций и России - развивающийся: его доля по сравнению со стоимостью валового внутреннего продукта в стране составляет 2,3 % (25.6 % в Германии и 113 % в Великобритании).

Акции существуют все время, пока существует общество, их выпустившее. Однако за это время может смениться несколько владельцев одной и той же акции.

Денежная сумма, обозначенная на акции, называется номинальной стоимостью акции. Общество, выпустившее акцию с указанием номинала, т.е. ее цены, отражающей величину уставного капитала, приходящуюся на одну акцию, еще не гарантирует ее реальную ценность. Такую ценность определяет только рынок. Цена, по которой акция продается (покупается) на рынке, именуется курсом акции. Эта цена отличается от цены, обозначенной на самой акции: она может быть выше или ниже ее номинальной стоимости.

Следовательно, номинальная цена акции выступает своего рода ориентиром для определения эмиссионной и рыночной цен акции, размера дивиденда. Пропорционально количеству и номиналу акции осуществляется расчет доли, причитающейся акционерам общества в случае его ликвидации.

Выпуск акций осуществляется акционерным обществом. Акционерным обществом признается коммерческая организация с уставным капиталом, разделенным на определенное число акций, которые удостоверяют права их владельцев по отношению к обществу.

Акционерное общество может быть закрытым и открытым, что находит отражение в его уставе и наименовании.

Акционеры открытого общества могут передавать принадлежащие им акции в собственность другим лицам в результате свободной продажи или дарения без согласия других акционеров этого общества.

Открытое общество вправе проводить (наряду с открытой подпиской на выпускаемые им акции) и закрытую подписку, за исключением случаев, когда возможность проведения открытой подписки ограничена уставом общества или требованиями правовых актов Российской Федерации.

Число акционеров открытого общества не ограничено; минимальный уставной капитал такого общества должен составлять не менее тысячекратной суммы минимального размера оплаты труда, усыновленного федеральным законом на дату регистрации общества.

Акции закрытого общества распределяются только среди его учредителей (число акционеров не должно превышать пятидесяти) или среди заранее определенного круга лиц. Если число акционеров ЗАО превысит 50 человек, общество в течение года должно преобразоваться в ОАО, в противном случае общество подлежит ликвидации в судебном порядке.

Эмитентом акции могут выступать предприятия; инвестиционные компании и фонды, банки и биржи, т.е. структуры, создаваемые как акционерные общества.

Эмиссия акций осуществляется:

• при акционировании, т.е. при учреждении акционерного общества и размещении акций среди его учредителей:

• при увеличении размеров первоначального уставного капитала акционерного общества, т.е. при последующих выпусках акций.

В первом случае имеем дело с размещенными акциями. Количество и номинальная стоимость их определяются уставом общества.

Акционерное общество вправе выпускать дополнительно к размещенным объявленные акции, количество н номинальная стоимость которых определяется уставом общества.

Преимущества тех или иных акций на рынке ценных бумаг (от которых зависит спрос на них и формируется рыночная цена) можно установить, зная специфические свойства этих ценных бумаг.

Акционерные общества могут выпускать акции обыкновенные и привилегированные.

Основные отличия между акциями обыкновенными и привилегированными заключаются в характере получения дохода (владельцы обыкновенных акций получают дивиденды в той части чистой прибыли, которая остается после ее распределения между владельцами корпоративных облигаций и привилегированных акций) и участия в управления акционерным обществом.

Обыкновенная акция представляет собой ценную бумагу, предоставляющую ее владельцу право на участие в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции, на получение дивидендов, а также части имущества акционерного общества в случае его ликвидации. Владельцы обыкновенных акций являются единственными владельцами ценные бумаг, имеющими право избирательного, хотя в Федеральном законе "Об акционерных обществах" в некоторых случаях делаются исключения для владельцев отдельных типов привилегированных акций,

Право участвовать в собрании акционеров может осуществляться акционером лично или его представителем. Список участвующих в общем собрании составляют на основе данных реестра акционеров на дату, которая определяется Советом директоров общества, причем по законодательству РФ эта дата не может быть установлена ранее даты принятия решения о проведении общего собрания акционеров и более чем за 60 до даты проведения собрания.

В списке акционеров, имеющих право участвовать в общем собрании акционеров, указываются:

* наименование каждого акционера;
* место нахождения акционера;
* данные о количестве и категории (типе) принадлежащих ему акций.

Голосующей обыкновенной акцией общества выступает акция, предоставляющая ее владельцу право голоса при решении вопроса поставленного на голосование.

Акционер общества, владеющий не менее чем 2 % голосующих акций, имеет право не позднее 30 дней после окончания финансового года общества (если уставом общества не установлен более поздний срок) внести не более двух положений в повестку дня годового собрания акционеров, а также выдвинуть кандидатуру в Совет директоров и ревизионную комиссию, общества в пределах количественного состава этого органа.

Голосование на общем собрании осуществляется по принципу “одна голосующая акция общества равна одному голосу". Акция не предоставляет права голоса до ее полной оплаты. Исключение: составляют акции, приобретаемые учредителями при создании общества. Другое право владельцев обыкновенных акций - право на получение дивидендов. Владельцы акций получают дивиденды до тех пор, пока общество, выпустившее акции успешно функционирует.

Дивиденды по акциям выплачиваются из чистой прибыли общества за текущий год. Решенье о выплате годовые дивидендов, их размере и форме выплаты принимается общим собранием акционеров по рекомендации Совета директоров. При этом размер дивидендов не может превышать размера, рекомендованного Советом директоров, однако предложенный дивиденд может быть уменьшен общим собранием. В список лиц на получение годовых должны быть включены акционеры (номинальные держатели акции), внесенные в реестр акционеров общества на день составления списка лиц, имеющих право участвовать в годовом собрании акционеров.

Решение о выплате ежеквартальных и полугодовых дивидендов по акциям принимается Советом директоров общества. Право получения промежуточных дивидендов имеют акционеры (номинальные держатели акций), включенные в реестр акционеров общества не позднее, чем за 10 дней до даты принятия решения о выплате дивидендов.

Акционерное общество не вправе принимать решение о выплате дивидендов по акциям в следующих случаях:

* до полной оплаты уставного капитала общества;
* до выкупа принадлежащих акционерам акции, которые должны быть выкуплены обществом;
* если в результате выплаты дивидендов у общества могут появиться признаки несостоятельности (банкротства);
* если стоимость частных активов общества меньше его уставного капитала и резервного фонда (либо станет меньше их размера в результате выплаты дивидендов).

Дивиденды по акциям выплачиваются, как правило, деньгами. Однако уставом общества могут быть предусмотрены также выплаты дивидендов либо:

* в форме дополнительных выпусков акций (облигаций) пропорционально имеющимся у акционера акциям;
* путем распределения доходов в имущественной форме. Как правило, общество выплачивает такие дивиденды в случае своей ликвидации.

В мировой практике существует вид обыкновенных акций. Которые приравнены к привилегированным по выплате дивидендов: владелец такой акции получает фиксированный. Заранее установленный в соответствии с условиями выпуска дивиденд, и к этим регулярным суммам в конце года выплачивается по итогам работы корпорации еще дополнительный дивиденд (экстра-дивиденд).

Наряду с выпуском обыкновенных акций акционерное общество имеет право, как было отмечено ранее, размещать также привилегированные акции, причем доля привилегированных акций не должна превышать 25 % общего объема уставного капитала общества. Акции называются привилегированными, так как владельцы этих акций имеют привилегии по сравнению с держателями обыкновенных акций. Общество может выпускать несколько типов привилегированных акций, каждый из которых содержит свой объем привилегий. Описание привилегий по каждому типу акций производится в уставе общества. Предоставление привилегий можно рассматривать как своеобразную компенсацию по этим акциям за то, что их владельцы не имеют, как правило, права голоса'. Акционеры — владельцы привилегированных акций участвуют в общем собрании акционеров с правом голоса лишь при решении вопросов о реорганизации и ликвидации общества.

По привилегированным акциям в уставе общества должны быть определены размер дивиденда и ликвидационная стоимость, которые указываются в денежной сумме или в процентах от номинальной стоимости акций. При этом уставом общества должна быть установлена очередность выплаты дивидендов и ликвидационной стоимости по каждому типу привилегированных акций. Дивиденды выплачиваются из — чистой прибыли общества за текущий год, а по привилегированным акциям определенных типов — и за счет специальных фондов общества. Это позволяет защитить владельцев рассматриваемых акций от непредвиденных потерь, но в то же время не предоставляет им возможность (как владельцам обыкновенных акций) получать дополнительные доходы.

Если имеющегося у общества имущества будет недостаточно для выплаты всем владельцам привилегированных акций одного типа начисленных (но невыплаченных) дивидендов и ликвидационной стоимости, определенной уставом, то имущество распределяется между акционерами пропорционально количеству принадлежащих им акций этого типа.

Следующая привилегия касается порядка удовлетворения претензий по привилегированным акциям в случае прекращения деятельности общества, выпустившего эти ценные бумаги. Претензии по данным акциям удовлетворяются в первую очередь.

Рассмотрим привилегированные акции типа А, Би “золотую акцию”.

Выпуск привилегированных акций типа А и Б предусматривался статьей 5 раздела IV “Положения о коммерциализации государственных предприятий с одновременным преобразованием в акционерные обще­ства открытого типа”, утвержденного Указом Президента РФ от 1 июля 1992 г. №721.

Привилегированные акции типа А выпускаются в размере 25 % уставного капитала и предназначены для передачи тем работникам предприятия, которые при акционировании предприятия получили соответствующие льготы по первому варианту. Владельцы указанных акций имеют право на получение ежегодных фиксированных дивидендов выплатой не позднее 1 мая. Сумма, направляемая на выплату дивидендов по привилегированным акциям типа А, устанавливается в размере 0 % чистой прибыли общества по итогам финансового года.

Держателем привилегированных акций типа Б, выпущенных при учреждении акционерного общества в порядке приватизации государственного или муниципального предприятия, выступает соответствующий фонд имущества.

Привилегированные акции типа Б могут приобретать право голоса. Однако общее число обыкновенных акций и привилегированных акций типа А и Б, становящихся голосующими, тех, которыми владеет фонд имущества, должно составлять не более 20 % общей численности голосующих акций этого акционерного общества.

Если размер дивиденда по обыкновенным акциям окажется более

• личины дивиденда, по привилегированным акциям типов А и Б, то дивиденды по последним увеличиваются до величины дивиденда по

•обыкновенным акциям. Одновременно с выплатой дивидендов по обыкновенным акциям производятся дополнительные выплаты по привилегированным акциям типа А и Б.

Привилегированные акции типа Б автоматически конвертируются обыкновенные акции (соотношение при конвертации: одна привилегированная акция обменивается на одну обыкновенную) в момент продажи акции фондом имущества в ходе приватизации.

Правительство РФ и Государственный комитет РФ по управлению государственным имуществом вправе принимать решение о выпуске при эмиссии акций “Золотой акции”. “Золотая акция” находится в государственной собственности, и владельцем ее выступает соответствующий фонд имущества.

“Золотая акция” предоставляет ее владельцу право вето при принятии собранием акционеров решений по следующим вопросам:

• внесения изменений и дополнений в устав общества или утверждения новой редакции устава;

• реорганизации общества или его ликвидации;

• залога, сдачи в аренду, продажи или отчуждении другими способами имущества, состав которого определяется учредительными документами общества;

* образования дочерних предприятий и участия акционерного общества в других предприятиях.

"Золотая акция" дает право вето на срок до трех лет. Устанавливается этот срок при ее выпуске.

Передача акции в залог, или траст, не допускается. Продажа “золотой акции” до истечения срока ее действия допускается только с разрешения органов, принявших решение о приватизации при учреждении акционерного общества.

Акционерное общество может выпускать несколько типов привилегированных акций, каждый из которых содержит свой объем привилегий. Описание привилегий по каждому типу эмитируемых акций приводится в уставе акционерного общества.

Привилегированные акции могут быть: кумулятивными и некумулятивными; конвертируемыми и неконвертируемыми (прибыльными, еще называют акциями с правом участия) и не участвующими в получении прибыли общества сверх фиксированных дивидендов; с отсроченным дивидендом; возвратными и невозвратными; с плавающим курсом и др.

Кумулятивные привилегированные акции наиболее распространены среди привилегированных акций. При их выпуске предусматривается, что выплаченный или не полностью выплаченный дивиденд по ним, размер которого определен в уставе, накапливается и выплачивается впоследствии. Неуплата очередных дивидендов по таким акциям не является нарушением обязательств со стороны эмитента.

Владельцы кумулятивных привилегированных акций определенного а имеют право участвовать в общем собрании с правом голоса всем вопросам его компетенции. Однако такое право акционеры могут реализовать, начиная с собрания, следующего за годовым общим собранием, на котором должно было быть принято решение о выплате накопленных дивидендов по указанным акциям в полной сумме, но решение принято не было или же было принято решение о неполной выплате дивидендов.

Право владельцев кумулятивных привилегированных акций участвовать в общем собрании акционеров прекращается, как только будут выплачены по этим акциям в полной сумме все накопленные дивиденды.

Некумулятивные привилегированные акции не позволяют накапливать невыплаченные дивиденды. Владельцы этих акций теряют дивиденды, если акционерное общество не объявляло их выплату.

Конвертируемые привилегированные акции могут обмениваться на обыкновенные акции данного общества или привилегированные акции иных типов на условиях, определенных в уставе общества. Условия конверсии разрабатываются при подготовке выпуска указанных акций.

Уставом общества может быть предусмотрено право голоса по акциям, если осуществляется конвертация привилегированных акций в обыкновенные. Владелец такой привилегированной акции обладает количеством голосов, не превышающим количество голосов по обыкновенным акциям, в которые может быть конвертирована принадлежащая ему привилегированная акция.

Неконвертируемые привилегированные акции не могут обмениваться на обыкновенные акции или привилегированные акции иных типов.

Привилегированные акции с правом участия дают владельцу такой акции право участвовать не только в получении дополнительных дивидендов (сверх установленных заранее), но и в управлении обществом, если уставом общества предусмотрено право голоса по этим привилегированным акциям.

Владельцы акций, не участвующих в получении прибыли, не имеют права получать дивиденды сверх той суммы, которая заранее определена акционерным обществом.

Акции с отсроченным дивидендом выпускаются только для учредителей общества. По этим акциям дивиденды не выплачиваются, пока по обыкновенным акциям (если это предусмотрено в уставе акционерного общества) не будет достигнута сумма максимально установленного дивиденда. После выплаты дивидендов по обыкновенным акциям оставшаяся часть прибыли (полностью или частично) распределяется среди владельцев акций с отсроченным дивидендом.

По свойству возвратности (хотя акции являются ценной бумагой, не имеющей конечного срока погашения) привилегированные акции подразделяются на возвратные (отзывные) и невозвратные. Возвратные привилегированные акции могут быть выкуплены эмитентом либо на открытом рынке, либо непосредственно у держателей этих акций, причем последним выплачивается дополнительная сумма-премия, рассчитанная в процентах к номинальной стоимости этих акций.

Для погашения возвратных акций в акционерном обществе за счет отчислений от прибыли создаются специальные фонды — отложенный и выкупной. Если привилегированные акции выкупаются на вторичном рынке по заранее установленной цене, то используются средства выкупного фонда. Отложенный фонд предназначен для досрочного погашения привилегированных акций, приобретенных как на вторичном рынке, так и с помощью обращения непосредственно к держателям этих акций.

Невозвратные привилегированные акции погашению обществом не подлежат.

Дивиденды привилегированных акций с плавающим курсом обычно "привязаны" к изменениям банковских депозитных ставок или норме процента за кредит: в случае значительного повышения уровня процента эмитенту приходится выплачивать повышенные дивиденды. Если процент начинает снижаться, то неизбежно сокращение дивидендов.

1.4 Участники

Рассмотрим основные типы инвесторов и эмитентов, их стратегию поведения, характер взаимодействия и дадим сравнительную характеристику.

*1.4.1 Инвесторы*

По своей стратегии на фондовом рынке инвесторы делятся на:

- стратегических;

* институциональных;
* частных.

Стратегические инвесторы ставят целью не получение дивидендов от владения акциями, а возможности воздействия на функционирование акционерного общества.

Таблица 4 - Права, предоставляемые инвестору, владеющему определенным количеством акций, в зависимости от его вклада в оплаченный уставный капитал

|  |  |
| --- | --- |
| Вклад в уставный капитал | Право инвестора |
| 1%  2%    10%  25% + 1 акция  30% + 1 акция  50% + 1 акция  75% + 1 акция | на ознакомление с информацией, содержащейся в реестре акционеров общества, обращение в суд с иском к члену совета директоров общества  на два предложения в повестку дня общего собрания акционеров, выдвижение кандидат в совет директоров и реви­зионную комиссию общества  на требование созыва внеочередного общего собрания акционеров, ознакомление со списком участников общего собрания акционеров, требование проверки финансово-хозяйственной деятельности общества  на блокирование решения общего собрания акционеров по вопросам изменения устава, реорганизации и ликвидации общества, заключения крупных сделок  на проведение нового общего собрания акционеров, созванного взамен несостоявшегося  на проведение общего собрания акционеров, принятие необходимых решений на общем собрании акционеров (за исключением вопросов, связанных с изменением устава общества, его реорганизации и т.д.)  на полный контроль над акционерным обществом, т, е. возможность принимать решения об изменении устава, реорганизации и ликвидации общества, заключении крупных сделок |

Степень влияния на деятельность АО зависит от количества акций, принадлежащих инвестору. Согласно российскому законодательству обладание разными количествами акций в процентном отношении от величины оплаченного уставного капитала общества дает инвесторам различные права (табл. 4).

Из таблицы 4 видно, что стратегические инвесторы заинтересованы в приобретении достаточно большого пакета акций (как минимум 25 %), чтобы успешно воздействовать на стратегически важные решения, связанные с изменением устава общества.

Институциональные инвесторы — это портфельные инвесторы, т. е. не осуществляющие прямых инвестиций, а покупающие ценные бумаги компаний. В качестве институциональных инвесторов выступают:

— банки;

— инвестиционные' фонды и инвестиционные компании;

— страховые компании;

— пенсионные фонды.

Институциональные инвесторы, формируя и управляя инвестиционным портфелем, получают доход от курсового роста стоимости ценных бумаг (это в большей степени характерно для российских инвестиционных институтов) и процентный доход по выплатам от ценных бумаг.

При этом работа по размещению активов, принадлежащих институциональным инвесторам, происходит по двум направлениям:

— отбор типа актива, который будет использоваться для формирования инвестиционного портфеля;

— определение объема средств, которые будут вкладываться в каждый тип акций.

Суть формирования портфеля состоит в определении групп активов, которые будут независимо реагировать на изменение ситуации (например, облигации являются низкодоходным финансовым инструментом в период инфляции, тогда как недвижимость, наоборот, растет в цене).

При классическом подходе к формированию инвестиционного портфеля используются следующие основные принципы:

— необходимо придерживаться долгосрочных перспектив в определении портфеля, избегая попыток точно определять ситуацию на рынках;

— при управлении крупными пулами активов необходимо иметь в виду, что функционирование институционального ин­вестора само может влиять на состояние рынка;

* владение информацией — ключ к успеху.

По тактике своих действий на фондовом рынке инвесторы подразделяются на рискованных, консервативных и умеренных, отличающихся своими пристрастиями при формировании инвестиционного портфеля.

Наиболее надежными ценными бумагами всегда считаются государственные. В странах с развитыми рыночными отношениями они имеют наинизшую доходность. В России к середине 1996 г. сложилась весьма парадоксальная ситуация, когда наиболее надежные государственные ценные бумаги (государственные краткосрочные бескупонные облигации, ГКО) обладают наибольшей доходностью. Так, на начало июня 1996 г. средняя доходность операций с ГКО приблизительно в 12 раз превышала темпы инфляции. Классические принципы формирования инвестиционного портфеля в России нарушены, и консервативный инвестор в настоящее время мало чем отличается от рискованного.

Частные инвесторы составляют одну из наиболее многочисленных групп инвесторов как по числу их, так и по инвестиционной мощности (то же в России). Анализ инвестиционной мощности различных групп инвесторов, как видно из диаграммы (рисунок 6), показывает, что частные инвесторы сопоставимы по данному показателю с другими группами инвесторов.

Эмитенты представляют другую сторону фондового рынка. По направлениям профессиональной деятельности их можно разделить на следующие основные группы:

— акционерные коммерческие банки;

— акционерные промышленные и торговые компании;

— инвестиционные компании и инвестиционные фонды;

— страховые компании, пенсионные фонды и прочие акционерные

*1.4.2. Эмитенты*

Коммерческие банки — наиболее авторитетные из эмитентов участники фондового рынка. Это объясняется:

— определенными успехами их деятельности в последние годы, что выразилось в стабильных и достаточно высоких дивидендных выплатах по акциям;

— достаточно жестким контролем со стороны Банка России за их деятельностью;

— более высоким профессиональным уровнем специалистов кредитных организаций по сравнению со специалистами других институтов, действующих на фондовом рынке.

В начале 1996 г. более 47 % инвесторов называли коммерческие банки наиболее привлекательным объектом инвестирования ввиду стагфляции российской экономики, при которой промышленный капитал по степени доходности не может конкурировать с финансовым капиталом. Банкротство банков за последнее время не вызвало серьезных изменений в инвестиционных предпочтениях инвесторов по отношению к коммерческим банкам, однако привело к перераспределению инвестиционных предпочтений в пользу наиболее надежных банков. Так, Сбербанк России стал наиболее привлекательным почти для 70 % инвесторов, вкладывающих свои сбережения в коммерческие банки. Это косвенно находит подтверждение и в том факте, что в последние годы сокращается число банков, активно привлекающих вклады населения.

Коммерческие банки являются эмитентами, которые имеют возможность использовать в своей деятельности более широкий перечень финансовых инструментов, чем другие инвестиционные институты. Кроме обычных для акционерных обществ видов ценных бумаг (акций, облигаций, векселей) коммерческие банки имеют право выпускать депозитные и сберегательные сертификаты, а также принимать вклады от населения. На первый взгляд это ставит их в достаточно привилегированное положение на фондовом рынке. Однако жесткие требования Банка России к коммерческим банкам, например, по размерам обязательного резервирования и т.п., с одной стороны, повышают надежность коммерческих банков как контрагентов на фондовом рынке, а с другой — в какой-то степени уравнивают их потенциальные возможности на фондовом рынке по отношению к другим эмитентам.

Акционерные промышленные и торговые компании — большая и достаточно разнородная группа эмитентов. Среди них выделяются ведущие, имеющие наибольшую инвестиционную привлекательность предприятия, относящиеся, как правило, к нефтегазовому и добывающему комплексам. Это так называемые голубые фишки. Инвестиционную привлекательность они имеют для стратегических инвесторов, заинтересованных в контроле над данными предприятиями, и для институциональных инвесторов, рассматривающих их как объект спекуляций на фондовом рынке. Для частных инвесторов акции данных эмитентов из-за слабой развитости инфраструктуры российского фондового рынка представляют значительно меньший интерес. Операции с ценными бумагами других эмитентов данной группы на фондовом рынке представлены слабо.

Инвестиционные компании и особенно инвестиционные фонды в ходе приватизации были наиболее интересными объектами вложения средств населения, главным образом ваучеров;

Однако инвестиционные фонды не оправдали возлагавшихся на них надежд как институциональных инвесторов для широких слоев российских частных инвесторов на фондовом рынке, что в значительной степени обусловлено, с одной стороны, неразвитостью фондового рынка, а с другой — весьма жесткими законодательными ограничениями на правила работы инвестиционных фондов.

Деятельность инвестиционных компаний по привлечению денежных средств населения имела весьма значительный внешний успех. Средства частных инвесторов собирали в России более 1000 финансовых структур. Из них 22 инвестиционные компании работали на общероссийском рынке. Причем 80 % вкладчиков были средне- и малообеспеченными, 40 % вкладчиков — пенсионерами. Однако серия громких скандалов, начавшихся с середины 1994 г., подорвала в конечном итоге доверие частных инвесторов к фондовому рынку в целом.

Страховые компании, пенсионные фонды и прочие акционерные общества. Их ценные бумаги весьма слабо представлены на фондовом рынке. Поэтому эта тема требует особого внимания и анализа.

*1.4.3 Профессиональные участники фондового рынка*

Инвесторы и эмитенты связаны со средством фондового рынка, функционирующего через взаимодействие его профессиональных участников. Участники рынка ценных бумаг по формам профессиональной ориентации разделяются на следующие большие группы:

1. торговые агенты фондового рынка:

* брокеры,
* дилеры.
* организации, занимающиеся трастовой деятельностью;

1. торговые площадки:

* биржевые,
* внебиржевые;

1. организации, входящие в инфраструктуру фондового рынка:

* депозитарии.
* реестродержатели,
* клиринговые организации.

Рассмотрим подробнее каждую из этих групп.

Торговые агенты осуществляют свою деятельность на фондовом рынке по следующим направлениям:

* участие в инвестиционном процессе;
* торговля;
* управление активами;
* распределение инвестиционного капитала.

Инвестиционный процесс предполагает участие торговых агентов в консультировании эмитентов относительно структуры их капитала. Эту работу могут выполнять как брокеры и дилеры, так и организации, осуществляющие трастовую деятельность.

Торговля - подбор конкретных продавцов и покупателей. Этот вид деятельности более характерен для брокеров и дилеров.

Управление активами клиентов характерно для организаций, занимающихся трастовой деятельностью.

Распределение инвестиционного капитала предполагает сведение тех, кто имеет капитал (инвесторов), с теми, кто его не имеет, но испытывает в нем потребность (эмитентов). Этот вид деятельности присущ всем торговым агентам фондового рынка.

Основная общественно значимая задача, которую решает институт торговых агентов (брокеров, дилеров и организаций, за­нимающихся трастовой деятельностью), состоит в обеспечении партнерства между промышленностью, стремящейся получить капитал, и инвесторами, которые готовы его предоставить и получить при этом прибыль. Бытующее у нас понимание функции брокера как организации, выполняющей покупку или продажу принадлежащих клиенту ценных бумаг, достаточно однобоко и, примитивно. Мы уже не говорим о случаях, когда за высшую доблесть считают умение купить подешевле и “впарить” подороже.

В классическом понимании торговый агент на фондовом рынке — своего рода доктор, который диагностирует клиента, т.е. определяет его потребности и цели и предлагает определенные рецепты: совокупность действий и продукты, которые этим целям удовлетворяют.

Торговый агент на фондовом рынке призван помочь выбрать правильную форму сбережений. Для этого необходимо: понять цели своего клиента; определить риск, на который готов пойти клиент; хорошо знать доходность разных видов инвестиций; правильно сочетать потребности клиента и допустимый риск, на который тот готов пойти; консультировать клиента.

Торговые площадки достаточно четко разделяются на биржевые и внебиржевые.

Биржевые торговые площадки являются ценообразующим инструментом фондового рынка. Это обусловлено гласностью совершаемых сделок и доступностью информации об этих сделках: все понимают, какие сделки осуществляйся, когда, где и по какой цене. Биржевые торговые площадки ориентированы на обслуживание вторичного фондового рынка, на котором ценные бумаги перераспределяются от их первых покупателей последующим владельцам.

Внебиржевые торговые площадки либо служат для осуществления крупных адресных сделок (между определенным продавцом и определенным покупателем), либо представляют форму связи частных инвесторов с крупными инвестиционными компаниями (фондовые магазины). Адресные сделки характерны для первичного фондового рынка, на котором происходит первая сделка купли-продажи вновь выпущенных ценных бумаг между эмитентом и инвестором.

Об этих организациях уже говорилось ранее. В настоящем разделе нам хотелось бы обратить внимание на то, что функционирование организаций, составляющих инфраструктуру фондового рынка, невозможно без их телекоммуникационного взаимодействия. Формирование такой среды — весьма сложный, трудоемкий и длительный процесс. Важность его решения была отмечена в Указе Президента РФ “О мерах по формированию общероссийской телекоммуникационной системы при хранении ценных бумаг и расчетах

на фондовом рынке Российской Федерации” № 662 **от** 3 июля 1995 г. В решении этого вопроса исключительно важную роль играет Федеральное агентство правительственной связи и информации (ФАПСИ). К настоящему времени создана телекоммуникационная сеть “Деловая сеть России”, которая может служить основой для создания телекоммуникационной среды функционирования инфраструктуры фондового рынка.

1.5 Первичный и вторичный рынок ценных бумаг

*1.5.1 Первичный рынок ценных бумаг*

Рынок ценных бумаг обслуживает процесс воспроизводства капитала. В зависимости от той роли, которую он играет в процессе воспроизводства, его принято делить на первичный и вторичный рынки.

Первичный рынок — рынок, на котором осуществляется размещение впервые выпущенных ценных бумаг. Основными его участниками являются эмитенты ценных бумаг и инвесторы. Эмитенты, нуждающиеся финансовых ресурсах для инвестиций в основной и оборотный капитал, определяют предложение ценных бумаг на фондовом рынке. Инвесторы, ищущие выгодную сферу для применения своего капитала, формируют спрос на ценные бумаги. Именно на первичном рынке осуществляется мобилизация временно свободных денежных средств и инвестирование их в экономику. Но первичный рынок не только обеспечивает расширение накопления в масштабе национальной экономики. На первичном рынке происходит распределение свободных денежных средств по отраслям и сферам национальной экономики. Критерием этого размещения в условиях рыночной экономики служит доход, приносимый ценными бумагами. Это означает, что свободные денежные средства направляются в предприятия, отрасли и сферы хозяйства, обеспечивающие мак­симизацию дохода. Первичный рынок выступает средством создания эффективной с точки зрения рыночных критериев структуры национальной экономики, поддерживает пропорциональность хозяйства при сложившемся в данный момент уровне прибыли по отдельным предприятиям и отраслям.

Все это означает, что первичный рынок ценных бумаг является фактическим регулятором рыночной экономики. Он в значительной степени определяет размеры накопления и инвестиций в стране, служит стихийным средством поддержания пропорциональности в хозяйстве, отвечающей критерию максимизации прибыли, и таким образом определяет темпы, масштабы и эффективность национальной экономики. Первичный рынок предполагает размещение новых выпусков ценных бумаг эмитентами. При этом в качестве эмитентов могут выступать корпорации, федеральное правительство, муниципалитеты. Значение этих групп эмитентов на рынке определяется состоянием экономики в странах и общим уровнем ее развития. Хронические дефициты государственных бюджетов большинства стран обусловливают преобладающую роль государства на рынке ценных бумаг. Так, в США в 1989 г. на долю государства приходилось до 75 % всех заимствований, в России в 1995 г. около 70 %.

Покупателями ценных бумаг могут являться индивидуальные и институциональные инвесторы. При этом соотношение между ними зависит как от уровня развития экономики, уровня сбережений, так и состояния кредитной системы. В развитых странах на рынке ценных бумаг преобладают институциональные инвесторы. Это коммерческие банки, пенсионные фонды, страховые компании, инвестиционные фонды взаимные фонды и т.д. Их доля в активах финансового рынка может быть охарактеризована следующими данными.

Таблица 5 - Распределение активов финансового рынка США

Распределение активов финансового рынка США (в %)

1975г. 1992г.

Коммерческие банки 37,4 26,8

Ссудосберегательные ассоциации 18,8 10,5

Страховые компании 17,6 16,6

Пенсионные фонды 13,9 21,1

Взаимные фонды 2,0 11,4

Прочие 10,3 13,6

Инвестиционный потенциал России на фондовом рынке и его структура оцениваются следующим образом. Если совокупная масса инвестиционного потенциала России в 1995 г. составляла 125,6 трлн. Руб., то долю банков приходилось 43,9 %, российских брокеров — 3,64 %, страховых компаний — 3,24 %, коммерческих структур — 3,4 %, инвестиционных и пенсионных фондов — 2,1 %, населения — 36,4 %, иностранцев - 1,32 %.

Основными причинами выпуска акций в развитых странах в настоящее являются финансирование поглощения и необходимость снижения заемного капитала в совокупном капитале корпораций. Первая причина эмиссии новых акций — поглощения (слияния) компаний. Поглощения осуществляются в форме обмена акций поглощаемых компаний на поглощающих. Поглощающие компании активно выходят на первичный рынок ценных бумаг, производя эмиссию новых акций.

Вторая причина выхода современных корпораций на рынок ценных — необходимость уменьшения доли заемного капитала в совокупном капитале корпораций.

В России рынок ценных бумаг находится на этапе своего становления. В условиях массового акционирования государственных предприятий, создания новых акционерных структур, которые остро нуждаются в средствах для инвестирования, постоянного заимствования средств государством, первичный рынок является основным сегментом рынка ценных Его объем и структура характеризуется следующими данными.

Эмиссия ценных бумаг в Российской Федерации (трлн. руб.)

1994г. 01.06.1995г.

Государственные ценные бумаги 43,0 124,0

В том числе:

ГКО КО 18,3 35,9

Облигации валютного займа 6,5 52,9

Приватизационные чеки 17,0 33,9

Муниципальные облигации 5,0 -

Акции 46,0 46,0

В том числе:

Приватизированных 38,0 38,0

предприятий

Банков 3,0 3,0

Прочие 5,0 5,0

Облигации корпораций и банков 2,0 2,0

Всего 97,0 176,9

Однако, в силу слабого развития рыночных отношений, инфляции, общей неустойчивости, первичный рынок России не выполняет свои функций регулирования экономики.

Размещение ценных бумаг на первичном рынке осуществляется в формах:

1) путем прямого обращения к инвесторам;

2) через посредников.

Особенность рынка развитых стран — размещение ценных бумаг посредников, роль которых выполняют инвестиционные посредники. Взаимоотношения между компанией-эмитентом и инвестиционным посредником строятся на основе эмиссионного соглашения. Инвестиционные посредники совместно с компанией-эмитентом определяют условия эмиссии суммы капитала и кончая сроками и способом размещения ценных бумаг, и осуществляют их непосредственное размещение.

Независимо от формы размещения ценных бумаг - путем обращения к инвесторам или через посредника - подготовка выпуска всегда включает ряд этапов:

I. Регистрация выпуска специально уполномоченным для этого правительственным органом. Она производится на основе заявления на регистрацию, характеризующего все основные условия выпуска.

II. Период остывания. В течение этого периода проводится проверка заявления. Эмитент же использует его для публикации предварительных проспектов эмиссии, дающих необходимую информацию, для оценки привлекательности выпуска. По этим проспектам потенциальные ин­весторы могут направить эмитенту письмо о своей заинтересованности в данных бумагах.

III. Этап предэмиссионного совещания, на котором выверяется заяв­ление о регистрации и определяется окончательный проспект эмиссии. Если выпуск размещается через посредников, обсуждаются окончатель­ные условия контракта между эмитентом и банком.

IV. Период непосредственной реализации новых выпусков.

Обязательным условием размещения ценных бумаг на рынке РФ является регистрация их выпуска. В тех случаях, когда ценные бумаги размещаются в форме открытой подписки или число владельцев закрытого общества более 500, а общий объем эмиссии превышает 50 тыс. минимальных размеров оплаты труда, наряду с регистрацией выпуска ценных бумаг необходима регистрация проспекта эмиссии. Каждому выпуску ценных бумаг присваивается свой регистрационный номер. К выпуску и обращению на территории РФ допускаются только акции, прошедшие государственную регистрацию.

Первичная эмиссия ценных бумаг на российском рынке можете осуществляться эмитентами либо самостоятельно, либо при помощи финансового посредника, которая является профессионалом рынка ценных бумаг.

Когда размещение происходит с помощью посреднической фирмы между эмитентом и фирмой возможны два варианта взаимоотношений. В первом случае фирма-посредник принимает ценные бумаги на комиссию и тогда ее роль сводится к тому, чтобы приложить максимум усилий для продажи ценных бумаг. Риск остается на компании-эмитенте, выпускающей акающей акции, а фирма-посредник получает комиссионное вознаграждение за реализованное количество акций. Во втором варианте посредническая фирма проводит операции по размещению ценных бумаг за свой счет. Она выкупает у эмитента весь объем выпускаемых акций по одной цене и перепродает в розницу инвесторам по другой, немного превышающей первоначальную. При этом фирма, выкупающая акции у эмитента и берущая на себя риск, связанный с их реализацией, становится андеррайтером.

В практике нашей страны широко распространен способ размещения акций “своими силами”. Это объясняется, с одной стороны, тем что руководители многих акционерных обществ уверены в том, что справятся с этой задачей без помощи посредника и сохранят часть своих средств.

С другой стороны, число брокерских и дилерских фирм, умеющих профессионально организовать первичное размещение акций, еще недостаточно, а их средства незначительны.

Российское законодательство предусматривает возможность первич­но размещения акций и посредством эмиссионного синдиката путем публичного объявления о подписке на ценные бумаги с аукциона на основе конкурса заявок; путем размещения бумаг через организованный фондовый рынок (биржу). Эмиссионный синдикат формируется после того, как определен порядок размещения ценных бумаг, и главной целью о создания является распределение ответственности по размещению ценных бумаг на несколько посреднических фирм, а также проведение первоначального предложения в максимально короткие сроки. В зависимости от принятых на себя функций члены эмиссионного синдиката делятся на фирму-менеджера, андеррайтера и торговых агентов. Вся деятельность участников эмиссионного синдиката направлена на содействие успешному первоначальному публичному предложению ценных

*1.5.2 Вторичный рынок: внебиржевой и биржевой*

Первичный рынок ценных бумаг предполагает обязательное существование вторичного рынка. Более того, существование первичного рынка в условиях отсутствия вторичного рынка практически невозможно.

Вторичный рынок — рынок, на котором осуществляется обращение денных бумаг в форме перепродажи ранее выпущенных и в других формах. Основными участниками рынка являются не эмитенты и инвесторы, а спекулянты, преследующие цель получения прибыли в виде курсовой разницы. Содержание их деятельности сводится к постоянной купле-продаже ценных бумаг. Купить подешевле и продать подороже — основной мотив их деятельности.

Вторичный рынок обязательно несет элемент спекуляции. Поскольку цель деятельности на нем — доход в виде курсовой разницы, а курсовая стоимость формируется под воздействием спроса и предложения, постольку существует множество способов воздействия на курс ценных бумаг в желаемом направлении. В результате на вторичном рынке происходит постоянное перераспределение собственности, которое всегда имеет одно направление — от мелких собственников к крупным.

Миграция капитала осуществляется в виде перелива его к местам необходимого приложения и оттока капитала из тех отраслей, предприятий, где имеется его излишек. Механизм такого движения сводится к следующему: растет спрос на определенные товары, услуги, возрастают их цены, растут прибыли от их производства и в эти отрасли устремляется капиталы, высвобождающиеся из тех отраслей производства, на продукцию которых спрос сокращается и которые становятся менее прибыльными.

Вторичный рынок в отличие от первичного не влияет на размеры инвестиций и накоплений в стране. Он обеспечивает лишь постоянное перераспределение уже аккумулированных через первичный рынок денежных средств между различными субъектами хозяйственной жизни. Поскольку целью биржевых спекулянтов является получение максимального дохода в виде курсовой разницы, то они продают ценные бумаги предприятий, исчерпавших свои возможности роста прибыли покупают ценные бумаги перспективных предприятий и отраслей хозяйства.

В итоге функционирование вторичного рынка обеспечивает постоянную структурную перестройку экономики в целях повышения ее рыночной эффективности и выступает столь же необходимым для существования рынка ценных бумаг, как и первичный рынок.

Однако роль вторичного рынка этим не ограничивается. Вторичный рынок обеспечивает ликвидность ценных бумаг, возможность их реализации по приемлемому курсу и тем самым создает благоприятные условия для их первичного размещения. Возможность в любой момент превратить ценные бумаги в форму наличных денег представляет собой обязательное условие инвестирования средств в ценные бумаги, ибо источник инвестируемого ссудного капитала — временно свободные денежные капиталы и средства, которые могут быть использованы только в соответствии с основными принципами кредита.

Вторичный рынок ценных бумаг, концентрируя спрос и предложение обращающихся ценных бумаг, формирует тот равновесный курс, которому продавцы согласны продать, а покупатели — купить ценные бумаги, что необходимо при перераспределении ссудного капитала между отраслями и сферами экономики, между хозяйствующими субъектами.

Возможность перепродажи — важный фактор, учитываемый инвестором при покупке ценных бумаг на первичном рынке. Функцией вторичного рынка становится сбалансированность рынка ценных бумаг и обеспечение ликвидности. Ликвидный рынок характеризуется незначительным разрывом между ценой продавца и ценой покупателя; небольшими колебаниями цен от сделки, к сделке. Более того, ликвидность рынка выше, чем больше число участников продажи и возможность оперативной перепродажи ценных бумаг, а также чем выше процент новых предложенных для продажи ценных бумаг.

Вторичный рынок служит неотъемлемой составной частью всякого сколько-нибудь развитого рынка ценных бумаг. Следует, однако, учитывать, что сберегательные облигации, именные акции, проданные работникам данного предприятия, не обращаются на вторичном рынке. Они реализуются через механизм перерегистрации прав их владельцев в депозитариях, коммерческих банках либо самих акционерных обществах.

По уровню ликвидности рынок России далеко уступает рынкам развитых стран. В России ликвидными являются рынок государственных ценных бумаг, имеющий соответствующую инфраструктуру, и рынок акций не более 200 акционерных обществ (нефть, газ, телефонная связь. “электричество” и т. п.). Вторичный рынок акций производственных компаний находится в зачаточном состоянии.

Существуют две основные организационные разновидности вторичных рынков ценных бумаг: организованных - биржевой и неорганизованный - внебиржевой. В свою очередь и тот и другой принимают разнообразные форма организации.

Наиболее простой формой организации фондовой торговли выступает стихийный рынок. Здесь продавцы и покупатели, общаясь между собой определяют уровень спроса и предложения на те или иные ценные и заключают сделки непосредственно друг с другом. Заключение сделки на стихийном рынке зависит от того, насколько удачно случай сводит продавцов и покупателей, а условия совершения разных торговых и могут существенно различаться даже тогда, когда они происходят в один и тот же момент. Для стихийного рынка характерно отсутствие единого курса ценных бумаг, множество трейдеров; всеобъемлющей информации о рынке.

С течением времени стихийные фондовые рынки организуются (пример: Американская фондовая биржа в Нью-Йорке — организованный стихийный рынок) либо уступают место другим формам организации и ценными бумагами. Одна из таких форм — простые аукционные рынки. Посредством простых аукционов распространяются краткосрочные государственные казначейские обязательства, функционируют инвестиционные торги, организуемые фондом имущества.

Помимо простых аукционов, на рынке ценных бумаг могут применяться системы двойной аукционной торговли в форме онкольных рынков в виде непрерывных аукционов. В таких системах соревнуются покупатели — за право приобрести ценные бумаги, но и продавцы - за право реализовать их.

Внебиржевой оборот возникает как альтернатива бирже. Многие компании не могли выходить на биржу, так как их показатели не соответствовали требованиям, предъявляемым для их регистрации на бирже. В настоящее время во внебиржевом обороте обращается преобладающая часть всех ценных бумаг. Это акции небольших фирм, действующих в традиционных отраслях, акции крупных компаний, учреждаемых в новейших отраслях экономики, потенциально способных превратиться в крупнейшие корпорации, ценные бумаги кредитных институтов, традиционно ограничивающих сферу обращения своих ценных бумаг внебиржевым оборотом, государственные и муниципальные ценные бумаги, новые выпуски акций.

Торговлю на внебиржевом обороте ведут специалисты: брокере и дилерские компании, часто совмещающие свои функции. Во внебиржевом обороте отсутствует единый физический центр для выполнения операций, и сделки купли-продажи осуществляются через телефонные и компьютерные сети. Цены устанавливаются путем переговоров, правилам, регулирующим внебиржевой оборот, которые всегда менее жестки по сравнению с правилами торговли, действующими на бирже.

В России организационным центром внебиржевого оборота служит Российская торговая система, объединяющая брокерско-дилерские компании центрального региона и северо-запада.

Традиционной формой вторичного рынка ценных бумаг выступает фондовая биржа — организованный, регулярно функционирую рынок ценных бумаг и других финансовых инструментов, один регуляторов финансового рынка, обслуживающий движение денежных капиталов.

Роль фондовой биржи в экономике страны определяется, прежде всего, степенью разгосударствления собственности, точнее — долей акционерной собственности в производстве валового национального продукта. Кроме того, роль биржи зависит от уровня развития рынка ценныхбумаг в целом.

К основным функциям фондовой биржи относятся:

• мобилизация и концентрация свободных денежных капиталов и накоплений посредством организации продажи ценных бумаг;

• инвестирование государства и иных хозяйственныхорганизаций посредством организации покупки их ценных бумаг;

• обеспечение высокого уровня ликвидности вложений в ценные бумаги.

Фондовая биржа позволяет обеспечить концентрацию спроса и предложения ценных бумаг, их сбалансированность путем биржевого центролизования, реально отражающего уровень эффективности функционирования акционерного капитала.

В соответствии с Федеральным законом “О рынке ценных бумаг (1996 г.) организатор торговли на рынке ценных бумаг обязан раскрыть следующую информацию любому заинтересованному лицу:

• правила допуска участника рынка ценных бумаг к торгам;

• правила допуска к торгам ценных бумаг;

• правила заключения и сверки сделок;

• правила регистрации сделок;

* порядок исполнения сделок;
* правила ограничивающие манипуляцию ценными бумагами;
* расписание предоставления услуг;
* список ценных бумаг допущенных к торгам.

1.6 Фондовые индексы

Развитие российского рынка ценных бумаг, совершенствование внебиржевой и биржевой торговли (появление электронных бирж) способствовали становлению аналитического подхода и прогнозирования как важнейших составных частей работы профессионалов этого рынка. Поэтому появление индексов, т. е. цифровых статистических показателей, выражающих последовательные изменения рыночных курсов ценных бумаг, стало необходимым. Индексы представляют собой укрупненные показатели-индикаторы, отражающие состояние и основные тенденции развития рынка акций и облигаций, а также производных ценных; бумаг. Ориентироваться на такие индексы проще и удобнее, чем при каждой сделке специально определять курсы отдельных видов ценных бумаг.

Индексы используются, прежде всего, для информации о положении дел на рынке, оценки эффективности инвестиционных решений (если индекс ценной бумаги, в которую инвестирован капитал, растет, то решение о ее покупке было правильным). Кроме того, фондовый индекс может рассматриваться как некая производная ценная бумага. Имеется в виду практика торговли фьючерсными контрактами на значение индекса, весьма распространенная на западных рынках. В последние годы в Российской Федерации индексы курсов ценных бумаг стали определять многие фондовые биржи, консалтинговые компании, ассоциации коммерческих банков и т. п. Вместе с тем на российском рынке все еще не появился такой индекс, например, как индекс Доу - Джонса, который получил бы всеобщее признание.

Российский рынок ценных бумаг одним из первых стал применять индекс, рассчитываемый АО АК&М. Он появился раньше других: базовая дата его расчета -1 сентября 1993 г., значение индекса на этот день - 1000.

Индекс АК&М определяется для различных видов ценных бумаг: банковских акций (по акциям 10 крупнейших банков), акций приватизированных предприятий (по акциям 40 предприятий различных отраслей хозяйства), а также как сводный индекс (в его основе лежат котировки акций банков, предприятий промышленности, транспорта, связи и торговли). Кроме того, компания АК&М строит отраслевые индексы на основе особого списка эмитентов по каждой отрасли. Для расчета индексов формируется специальный список компаний (листинг), курсы акций которых адекватно отражают положение дел в соответствующих отраслях хозяйства и на рынке ценных бумаг. При этом самым трудным является получение информации о динамике курсов акций на российском рынке ценных бумаг.

Существуют три индекса для различных типов эмитентов. Первый - индекс банковских акций, рассчитываемый по ценным бумагам десяти крупнейших коммерческих банков, таких, как Промстройбанк РФ, Инкомбанк, Мосбизнесбанк, Сбербанк и прочие. Второй индекс строится для акций приватизированных промышленных предприятий. Список бумаг, входящих в его расчет, включает акции 40 представленных на фондовом рынке промышленных компаний разных отраслей. И, наконец, последний - сводный индекс АК&М. В его основе лежат котировки акций банков, промышленных предприятий, различных отраслей экономики (транспорта, торговли, связи). Кроме того, для более детального анализа существуют отраслевые индексы, которые строятся на основе расширенного списка эмитентов по каждой отрасли.

Очевидно, что две главные проблемы, возникающие при составлении фондовых индексов, - список эмитентов (листинг), котировки акций которых лежат в основе индекса, и значение самих котировок. Именно подходами к решению этих проблем различаются существующие на сегодняшний день индексы фондового рынка.

При расчете фондовых индексов АК&М экспертный совет формирует листинг, который основывается на нескольких критериях с учетом влияния той или иной ценной бумаги на ситуацию на фондовом рынке в целом. В качестве основных факторов, определяющих степень этого влияния, принимаются рыночная капитализация, наличие ликвидного рынка данных акций и предполагаемая продолжительность рыночной "жизни" акций.

Необходимое условие составления листинга - отраслевая сбалансированность для расчета сводных индексов, т. е. пропорциональное представление отраслей экономики в зависимости от размеров их капитализации и активности обращения их акций на фондовом рынке. Так, например, среди предприятий пищевой промышленности в листинг попала только кондитерская фабрика "Красный Октябрь". Это и понятно. По размеру капитализации данная отрасль значительно уступает другим, размеры большинства предприятий - небольшие, их контрольные пакеты (близкие к ним) были куплены стратегическими инвесторами и фактически не обращались на вторичном рынке. "Красный Октябрь" в отличие от них - достаточно крупное по масштабам отрасли предприятие и практически единственное, чьими акциями но и регулярно торгует большое число брокеров на фондовом рынке.

По-другому обстоит дело, например, с акциями предприятий нефтедобывающей отрасли. По своей капитализации бумаги этих предприятий составляют более половины от обращающихся на фондовом рынке акций. В листинг входит пять предприятий указанной отрасли, которые по своему весу отражают вышеуказанную пропорцию. Это - РАО "Газпром", НК "ЛУКойл", Юганскнефтегаз Коминефть и Пурнефтегаз.

Широко распространен на российском рынке индекс курсов корпоративных акций, рассчитываемый консалтинговой компанией “Соболев”. Существуют неодинаковые представления о том, что должен отражать этот индекс: долговременные тенденции развития экономики и различия в уровнях роста отраслей промышленности (в этом случае нормальным периодом для отражения рыночной тенденции можно считать неделю или месяц) или текущую ситуацию и отслеживать локальные колебания конъюнктуры, настроения участников рынка ценных бумаг. Во многих случаях на построение индекса влияют происходящие процессы реорганизации акционерных обществ (сплиты и консолидации), воздействующие на курсы соответствующих ценных бумаг.

Отбор компаний для построения индекса S0ВI (Sobolev Indeх) производится на основании объективных и субъективных критериев. Объективные - это критерии общего характера (компания должна быть резидентом Российской Федерации, иметь рыночную историю, ее акции могут быть куплены иностранцами); критерии, основанные на методах финансового анализа; критерии степени развития инфраструктуры рынка компании; критерии, основанные на принципах открытости информации. Субъективные критерии - оценки экспертов, место в рейтингах и т. п.

На российском рынке ценных бумаг основными участниками операций (сделок) являются спекулянты. Поэтому индикативным может быть только индекс, отражающий спекулятивные настроения его участников. Индекс S0ВI составляется как долларовый, так и рублевый (с пересчетом по курсу). Для его расчета используются данные по 20 эмитентам (компании, на акции которых большой спрос).

Отмеченные индексы составляются как биржевые (прежде всего на основе информации, полученной на фондовых биржах). Однако в Российской Федерации доминирует внебиржевой рынок. Поэтому Агентство финансовой информации (АФИ) разработало методику расчета индексов внебиржевого рынка ценных бумаг, в которой учтена специфика заключения сделок на этом рынке. Эти индикаторы называются индексы "Интерфакса". Они описывают изменение средней цены акций определенного набора компаний в текущем периоде по сравнению с базисным.

К индексам "Интерфакса" относятся три отраслевых индекса: банковский предприятий нефтегазового комплекса и цветной металлургии. Индексы "Интерфакса" рассчитываются на базисной основе. Базисом индекса служит величина индекса, принятая за 100 на 1 декабря 1994г.

Индексы "Интерфакса" рассчитываются ежегодно, что позволяет составлять динамичные ряды, характеризующие тенденцию развития рынка ценных бумаг.

Для российского рынка ценных бумаг компания “Кредит Авеню” и американская компания “Манхэттен сэкюритиз” разработали “Индекс Авеню”, который представляет собой показатель суммарного курса фондового портфеля, состоящего из ценных бумаг ведущих компаний Европы, Америки, Азии и России. Так была создана ценная бумага - “Индекс Авеню”, которая в январе 1995 г. поступила на российский рынок, прошла регистрацию на рынках США, ряда стран Европы и Азии. “Индекс Авеню” как определенный вид финансового имущества обеспечен ценными бумагами, эмитированными в этих странах (на 60—70 % суммы портфеля) и в Российской Федерации (ГКО, ценные бумаги крупных банков и др.) Он является активным показателем состояния фондового рынка, так как состав портфеля может изменяться в зависимости от курсового поведения входящих в него бумаг. “Индекс Авеню” имеет номинал, эквивалентный 200 долл. США. Его выпуск осуществляется траншами со сроком обращения три месяца. Котировки “Индекса Авеню” рассчитываются на основании результатов проводимых торгов на фондовых биржах мира (Нью-Йорка, Лондона, Токио, Франкфурта, Москвы и др.) по входящим в портфель ценным бумагам.

“Индекс Авеню” можно приобрести в любом объеме и на любой срок в 'пределах трехмесячного транша. Для поддержания его курса в портфель включаются высокодоходные и ликвидные цепные бумаги, а также инвестируется часть прибыли от продажи “Индекс Авеню” и от операций с ценными бумагами. “Индекс Авеню” позволяет привлекать средства населения Российской Федерации и западных инвесторов для вложений в государственные ценные бумаги, выводить российские цепные бумаги на рынки стран Запада, развивать фьючерсную и опционную торговлю индексами, что способствует оживлению биржевого и внебиржевого рынков.

Совокупность индексов российского рынка ценных бумаг пополняется индексами, которые определяются для региональных рынков. Примером может служить Фондовый индекс Петербурга (ФИП), работа над которым началась в 1994 г. по курсам акций 30 крупнейших петербургских акционерных обществ базовых отраслей промышленности. Рассчитываются также отраслевые индексы ФИП-30, включающие в свой состав акции компаний машиностроения, металлообработки, химической и топливно-энергетической промышленности, металлургии, легкой промышленности и торговли, а также по акциям крупнейших петербургских банков. Индексы ФИП-30 дают представление о тенденциях движения курсов акций в Петербурге, позволяют произвести сравнительный анализ доходности разных видов ценных бумаг.

Заметные успехи научных исследований российского рынка ценных бумаг позволяют ожидать появления его новых, в том числе и региональных, фондовых индикаторов.

Методика расчета индексов.

Методика расчета индексов достаточно проста. Определяется отношение суммарной рыночной капитализации всех компаний, входящих в листинг на текущий день, к ее значению на базовую дату (1 сентября 1993г.). рыночная капитализация по каждой из включенных в листинг ценной бумаги определяется исходя из числа находящихся в обращении обыкновенных акций. Таким образом, вес ценной бумаги при расчете индексов (влияние изменения цены акции на значение индекса) представляет собой долю рыночной капитализации данного эмитента в суммарной рыночной капитализации.

**2 НОРМАТИВНЫЕ АКТЫ, РЕГУЛИРУЮЩИЕ ФОНДОВЫЙ РЫНОК**

Возникновение фондового рынка в России приходится на 1990 г., когда был принят первый документ, содержащий понятия “акции”, “акционерное общество”, “фондовый рынок”,— "Положение об акционерных обществах, утвержденное Постановлением Совета Министров РФ № 601 от 25 декабря 1990 г. В том же году в Министерстве финансов СССР было принято решение о необходимости образования в стране пяти фондовых бирж, 5 ноября 1990 г. в Москве прошло учредительное со­брание, на котором была образована Московская международная фондовая биржа — первая российская фондовая биржа. Через год был принят еще один документ, регулирующий фондовый рынок в России,— Положение о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР.

До 1993 г. российский рынок ценных бумаг функционировал довольно вяло. Так, в январе 1993 г. на всех биржах России было зафиксировано всего 18 сделок. И только с началом процесса приватизации фондовый рынок в России реально заработал. Причем в тот период фондовый рынок четко делился на две части: рынок ваучеров и рынок акций акционерных обществ. Каждый из этих рынков развивался по своим законам.

Последствия ваучерной приватизации для фондового рынка были весьма неоднозначны. Среди положительных результатов можно отметить следующие:

1) появился круг людей, почувствовавших вкус к работе на фондовом рынке, научившихся это делать и избравших эту сферу деятельности своей профессией;

2) фондовый рынок был осознан широкими слоями мелких и средних инвесторов как направление вложений денежных средств;

3) на фондовом рынке в достаточном количестве появились ценные бумаги (акции приватизированных предприятий).

Отрицательные последствия ваучерной приватизации для вторичного рынка ценных бумаг объяснялись в основном правовой неурегулированностью фондового рынка. Результаты этого проявляются и в настоящее время.

С конца 1995 до середины 1996 г. произошли серьезные изменения в правовой базе, регулирующей российский фондовый рынок.

Во-первых, вышел и вступил в силу один из основополагающих гражданско-правовых актов — Гражданский кодекс Российской Федерации.

Во-вторых, были приняты Федеральные законы, регулирующие фундаментальные отношения на фондовом рынке: "Об акционерных обществах”, “О рынке ценных бумаг”, “О налоге на операции с ценными бумагами”.

В-третьих, определен государственный институт, регулирующий фондовый рынок, Федеральная комиссия по ценным бумагам при Президенте **РФ (ФКЦБ).**

Рассмотрим более подробно упомянутые документы.

2.1 Гражданский кодекс Российской Федерации

С 1 января 1995 г. введена в действие часть первая Гражданского кодекса Российской Федерации (далее— ГК РФ).

Порядок введения определен в Указе Президента РФ № 52-ФЗ от 30 ноября 1994 г. Хотя ГК РФ не ориентирован на регулирование фондового рынка в России, тем не менее, он содержит ряд положений, непосредственно касающихся акционерных обществ и рынка ценных бумаг. По влиянию на фондовый рынок это один из наиболее значимых документов 1994г.

Естественно, мы не ставим задачу обсудить все Положения ГК РФ. Поэтому ограничимся:

* рассмотрением только первого раздела ГК РФ;
* обсуждением статей, непосредственно касающихся фондового рынка, принятие которых в значительной степени изменяет наше представление о правилах его функционирования;
* обсуждением положений, непосредственно направленных на более жесткое регулирование взаимоотношений участников рынка ценных бумаг.
  + 1. *Акционерное общество. Его учредители и акционеры*

В ГК РФ даны определения открытого и закрытого акционерных обществ. Определение открытого акционерного общества по сути не отличается от использовавшегося ранее. “Акционерное общество, участники которого могут отчуждать принадлежащие им акции без согласия других акционеров, признается открытым акционерным обществом” (ст. 97, п. 1).

Новое определение закрытого акционерного общества отличается от данного ранее. “Акционерное общество, акции которого распределяются только среди его учредителей или иного заранееопределенного круга лиц, признается закрытым акционерным обществом” (ст. 97, п. 3).

В ГК РФ предусмотрены ограничения на членство в акционерном обществе:

— “Акционерное общество не может иметь в качестве единственного участника другое хозяйственно, общество, состоящее из одного лица” (ст. 98, п. 6, абз. 2);

— “Государственные, органы и органы местного самоуправления не вправе выступать участниками хозяйственные обществ...” (ст. 66, п. .4, абз. 3);

“Законом может быть запрещено или ограничено участие отдельных категорий граждан в хозяйственных товариществах и обществах, за исключением открытых акционерных обществ (ст. 66, п. 4, абз. 5).

*2.1.2 Акционерное общество. Уставный капитал*

Большие изменения коснулись положений, связанных с понятием уставного капитала акционерного общества.

Во-первых, в п. 1 ст. 99 четко оговорено, что “уставный капитал акционерного общества составляется из номинальной стоимости акций общества, приобретенных акционерами”. Из этого следует, что акции, которые не были приобретены акционерами, не образуют уставного капитала.

Во-вторых, в ГК РФ сформулированы более жесткие условия, при которых возможно увеличение АО своего уставного капитала. “Увеличение уставного капитала акционерного общества допускается после его полной оплаты” (ст. 100, п. 2). Причем “открытая подписка на акции акционерного общее не допускается до полной оплаты уставного капитала” (ст. п. 3). Вместе с тем сохранено требование, что “увеличение уставного капитала общества для покрытия понесенных убытков не допускается” (ст. 100, п. 2).

В-третьих, оговорено условие обязательного уменьшения личины уставного фонда при неудовлетворительной работе. Это условие сформулировано следующим образом: "Если окончании второго и каждого последующего финансового года стоимость чистых активов общества окажется меньше уставного капитала, общество обязано объявить и зарегистрировать в установленном порядке уменьшение своего уставного капитала" (ст. 99, п. 4).

В-четвертых, введены ограничения на соотношение заемного и долевого капитала АО и на соотношение обыкновенных и привилегированных акций, выпущенных АО. “Доля привилегированных акций в общем объеме уставного капитала акционерного общества не должна превышать 25 %” (ст. 102, п. 1). Кроме того, “акционерное общество вправе выпускать облигации на сумму, не превышающую размер уставного капитала либо величину обеспечения, представленного обществу в этих целях третьими лицами, после полной уплаты уставного капитала. При отсутствии обеспечения выпуск облигации допускается не ранее третьего года существования акционерного общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов общества" (ст. 102, п. 2).

*2. 1.3 Акционерное общество. Выплата дивидендов*

Более жесткие требования сформулированы для условий, при выполнении которых АО вправе объявлять и выплачивать дивиденды. В Положении о порядке выплаты дивидендов по акциям и процентов по облигациям (п. 7), разработанном на основе Постановления Совета Министров РФ № 601 от 25 декабря 1990 г., совету директоров и общему собранию акционеров запрещалось “объявлять и выплачивать дивиденды, если общество неплатежеспособно, либо может стать таковым после выплаты дивидендов”. Согласно ГК РФ (ст. 102, п. 3) “ак­ционерное общество не вправе объявлять и выплачивать дивиденды:

до полной оплаты всего уставного капитала;

если стоимость чистых активов акционерного общества меньше его уставного капитала и резервного фонда либо станет меньше их размера в .результате выплаты дивидендов”.

*2.1.4 Акционерное общество. Конфиденциальность*

Определенные изменения претерпело понятие конфиденциальности информации и соблюдения коммерческой тайны. Согласно п. 52 Положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР, утвержденного Постановлением Правительства РСФСР № 78 от 28 декабря 1991т., “конфиденциальной информацией считается информация об эмитенте или его ценных бумагах, которая не является равнодоступной (т.е. полученной из средств массовой информации). Что касается соблюдения коммерческой тайны, то в п. 53 этого Положения написано: “Служащим эмитентов, инвестиционных институтов, банков которым по роду своей деятельности доступна конфиденциальная информация, запрещается ее разглашать, использовать в инвестиционных консультациях и в целях личного инвестирование”.

ГК РФ (ст. 139, п. 1) дает следующее определение служебной и коммерческой тайны: “Информация составляет служебную или коммерческую тайну в случае, когда информация имеет действительную или потенциальную коммерческую ценность в силу неизвестности ее третьим лицам, к ней нет свободной доступа на законном основании и обладатель информации принимает меры к охране ее конфиденциальности”.

В ГК РФ (ст. 139, п. 2, абз. 2) определена ответственность за использование коммерческой информации: “Лица, незаконными методами получившие информацию, которая составляет служебную или коммерческую тайну, обязаны возместить причиненные убытки. Такая же обязанность возлагается на работников, разгласивших служебную или коммерческую тайну вопреки трудовому договору, в том числе контракту, и на контр агентов, сделавших это вопреки гражданско-правовом договору”.

*2.1.5 Ценные бумаги. Определение*

В ГК РФ определение ценной бумаги дано перечисление того, что под ценной бумагой следует понимать. Это, видимо, сделано с целью недопущения неоднозначности толкования того, что является ценной бумагой. В ст. 143 ГК РФ сказан “К ценным бумагам относятся: государственная облигация, облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, банковская сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция, приватизационные ценные бумаги и другие документы, которые законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке отнесены к числу ценных бумаг”.

Сформулированное определение ценной бумаги выгодно отличается от существовавшего разнообразия определений. Та согласно ст. 31 Основ гражданского законодательства СССР и республик “ценной бумагой признается документ, удостоверяющий имущественное право, которое может быть осуществлено только при предъявлении подлинника этого документа”. Согласно ст. 1 Положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР, утвержденного Постановлением Правительства РФ № 78 от 28 декабря 1991 г., “ценная бума­га — денежный документ, удостоверяющий имущественное право или отношение займа владельца документа по отношению к лицу, выпустившему... такой документ”.

Кроме того, к ценным бумагам в российском законодательстве относили “платежные документы”, “фондовые ценности” и “другие долговые обязательства” (Закон о валютном регулировании и валютном контроле, ст. 1, п. 2), а также “обязательства по выплате размещенных [в банке]...” депозитов и сберегательных вкладов (письмо ЦБ России “О депозитных и сберегательных сертификатах банков” № 14-3-20 от 10 февраля 1 1992 г.).

Определенность в формулировке того, что считается ценной бумагой, данная в ГК РФ, возможно, позволит исключить в будущем вероятность появления самодеятельных финансовых инструментов, которые так разнообразили российский фондовый рынок до середины 1994 г.

*2.1.6 Ценные бумаги. Процедура передачи*

Кажущаяся жесткость данного определения ценной бумаги в значительной степени смягчается разнообразием ценных бумаг по способу их передачи при осуществлении сделок купли-продажи (ст. 145, п. 1). По этому признаку ценные бумаги делятся на три вида: на предъявителя, именные и ордерные.

Передача права собственности осуществляется согласно п. 1—3 ст. 146:

— по ценной бумаге на предъявителя — ее вручением;

— по именной ценной бумаге — в порядке, установленном для уступки требований (цессии);

— по ордерной ценной бумаге — совершением на этой бу­маге передаточной надписи — индоссамента.

Процедура передачи права собственности на ценные бумага предполагает (ст. 142 п. 1, абз. 2), что “с передачей ценной бумаги переходят все удостоверяемые ею права в совокупности”. Отметим, что в п. 2 ст. 145 оговорена “возможность выпуска ценных бумаг определенного вида в качестве именных, либо в качестве ордерных, либо в качестве бумаг на предъявителя” (наряду с исключением ее законом).

В ГК РФ обращено особое внимание на бездокументарные ценные бумаги. В п. 2 ст. 142 сказано, что “в случае предусмотренных законом или в установленном им порядке, для осуществления и передачи прав, удостоверенных ценной бумагой, достаточно доказательств их закрепления в специальном реестре (обычном или компьютеризованном)”. Причем права фиксируются лицом, получившим специальную лицензию в случаях, оговоренных законом, и “лицо, осуществившие фиксацию права в бездокументарной форме, обязано по требованию обладателя права выдать ему документ, свидетельствующий о закрепленном праве” (ст. 149, п. 1, абз. 2).

В заключение отметим, что Указ Президента № 53-ФЗ от 30 ноября 1994 г., определивший порядок введения ГК РФ, признал утратившими силу с 1 января 1995 г. преамбулу, разд. 1 и 2, а также подразд. 1 разд. 3 ГК РСФСР, утвержденного Законом РСФСР от 11 июня 1964 г., Закон РСФСР "О собственности в РСФСР" от 24 декабря 1990 г. и Закон "О предприятиях и предпринимательской деятельности" от 25 декабря 1990. г.

Остальные указы, постановления и инструкции, регламентирующие, в частности, функционирование фондового продолжают работать в части, не противоречащей ГК РФ.

2.2 Федеральные законы

*2.2.1 Федеральный закон "Об акционерных обществах"*

В главе I Федерального закона “Об акционерных обществах” рассмотрены регламентирующие их функционирование общие положения, среди которых отметим следующие.

Данный Закон распространяется на все акционерные общества, созданные или создаваемые на территории Российской Федерации. Однако особенности создания и правового положения акционерных обществ;

— в сферах банковской, инвестиционной и страховой деятельности,

— на базе реорганизованных колхозов, совхозов и т.п.,

* при приватизации государственных и муниципальных предприятий (до момента отчуждения 75 % принадлежащих им акций)
* определяются другими федеральными законами и правовыми актами о приватизации (ст. 1).

В Законе дано определение акционерного общества. Определение открытого и закрытого акционерных обществ (ст. 7) совпадает с определением, данным в ГК РФ.

В главе II Федерального закона “Об акционерных обществах” весьма подробно рассмотрена процедура их создания и ликвидации. Привлекает внимание следующие положения. В Законе определена процедура создания общества как учреждением нового АО (ст. 8—14), что регламентировалось и раньше, так и реорганизацией (слиянием, присоединением, разделением, выделением и преобразованием) существующих АО (ст. 15-20). Сделано существенное дополнение к процедуре удовлетворения требований акционеров общества при его ликвидации установлена очередность распределения между акционерами имущества, оставшегося после завершения расчетов с кредиторами (ст. 23).

В главе Ш Федерального закона “Об акционерных обществах” изложены положения, касающиеся уставного капитала общества, ценных бумаг, выпускаемых обществом, и его чисть активов.

Введены понятия акций (ст. 27):

— размещенных — акций, выкупленных акционерами;

— объявленных — акций, которые общество вправе размещать дополнительно к уже размещенным.

Уставный капитал общества определяется номинальной стоимостью размещенных акций (ст. 25). Причем акции общество при его учреждении должны быть оплачены полностью (50 % уставного капитала к моменту регистрации, а оставшаяся половина —- в течение года с момента регистрации, а оставшаяся половина - в течение года с момента регистрации).

Привилегированные акции (за исключением привилегированных акций кумулятивного типа, невыплаченный дивиденд по которым накапливается) могут предоставлять своим акционерам право голоса в полном объеме, начиная с собрания, следующего за общим годовым, на котором было принято решение о невыплате или частичной выплате дивидендов по этим акциям (ст. 32).

Законодательно установлен минимальный размер уставного капитала — не менее 1000-кратной суммы минимального размера оплаты труда (МРОТ) открытого и закрытого акционерных обществ (ст. 25).

В главе IV Федерального закона “Об акционерных обществах” рассмотрено размещение обществом акций и иных ценных бумаг. Отметим следующую особенность: общество не вправе размещать акции по цене ниже их номинальной стоимости. Однако при этом есть два исключения:

1) когда акции размещаются среди акционеров в случае осуществления ими преимущественного права приобретения таких акций (по цене не ниже 90 % от их рыночной стоимости);

2) при размещении акций с помощью посредников (с дисконтом, равным размеру вознаграждения посредника, ст. 36).

В главе V Федерального закона “Об акционерных обществах” регламентирована выплата дивидендов акционерным обществом. Особенности данной процедуры состоят в следующем:

1) размеры годовых дивидендов не могут быть больше рекомендованных советом директоров (это требование ранее существовало) и меньше уже выплаченных промежуточных дивидендов (такого требования раньше не было, ст. 42);

2) на получение промежуточных дивидендов имеют право лица, включенные в реестр акционеров не позднее чем за 10 дней до принятия советом директоров решения об их вы­плате. Годовые дивиденды имеют право получать лица, вклю­ченные в реестр на день составления списка участников годо­вого общего собрания акционеров (ст. 42);

3) установлены дополнительные требования, при которых общество не может принять решение о "выплате дивидендов (ст. 43), согласно которым общество не вправе принимать решение о выплате дивидендов по акциям:

до выкупа всех акций, владельцы которых потребовали их выкупа из-за несогласия с решением общего собрания акционеров об изменениях в уставе общества или о совершении крупной сделки;

— если стоимость чистых активов общества меньше (или станет меньше после выплаты дивидендов) .превышения над номинальной стоимостью, определенной уставом ликвидационной стоимости размещенных привилегированных акций;

— если не выполнены требования по выплате дивидендов по типам привилегированных акций, представляющим преимущество в очередности получения дивидендов.

В главе VI Федерального закона “Об акционерных обществах” изложены положения, касающиеся реестра акционеров общества, согласно которым:

1) реестр общества с числом акционеров больше 500 обязан вести специализированный реестродержатель (ст. 44);

2) отсутствует требование о предоставлении полного реестра акционеров лицу, владеющему одним процентом акций данного акционерного общества.

В главе XII Федерального закона “Об акционерных обществах” регламентируется порядок подготовки и проведения общего собрания акционеров. Особенности Закона в данном вопросе заключаются в следующем:

— в ст. 48 определены вопросы, отнесенные к компетенции общего собрания акционеров. Причем в п. 3 отмечено, что“общее собрание акционеров не вправе рассматривать и принимать решения по вопросам, не отнесенным к его компетенции настоящим Федеральным Законом”;

— регламентирована процедура заочного голосован (ст. 59);

— определены сроки проведения годового собрания акционеров "не ранее чем через два месяца и не позднее чем через шесть месяцев после окончания финансового года общества" (ст. 47);

— конкретизированы права акционеров по подготовке общему собранию: акционеры, владеющие не менее чем 2 % голосов, вправе внести не позднее чем через 30 дней нос окончания финансового года общества не более двух предложений в повестку дня годового общего собрания акционеров и выдвинуть кандидатов в совет директоров и ревизионную комиссию в количестве, не превышающем количественного состава этих органов (ст. 53). Акционеры, владеющие не менее чем 10 % голосующих акций, вправе вынести решение о проведении внеочередного собрания акционеров (ст. 55);

— подчеркнуто, что список акционеров, имеющих право на участие в общем собрании акционеров, не может быть составлен до даты принятия решения о проведении общего собрания и более чем за 60 дней до даты проведения общего собрания (ст. 51). Лица, приобретшие акции после даты составления списка и до даты проведения общего собрания акционеров, участвуют в его работе на основании доверенности от предыдущего владельца акций, или предыдущий владелец акций участвует в общем собрании, следуя указаниям нового владельца акций (ст. 57, п. 2).

В главе VIII Федерального закона “Об акционерных обществах” регламентированы вопросы функционирования совета директоров.

Так, в ст. 71 сказано, что члены совета директоров несут перед обществом ответственность за убытки, причиненные обществу их виновными действиями (бездействием). Не несут ответственности те члены совета директоров, которые голосовали против решения, которое повлекло причинение обществу убытков, или не принимали участие в голосовании.

В главе IX Федерального закона “Об акционерных обществах” регламентированы вопросы приобретения и выкупа обществом размещенных акций. Отметим следующие особенности.

Во-первых, общество не вправе выкупать свои акции, если:

— уставный капитал не оплачен полностью (ст. 73);

— общество отвечает признакам несостоятельности (банкротства) (ст. 73);

— стоимость чистых активов меньше уставного капитала, резервного фонда и превышения над номинальной стоимостью определенной уставом ликвидационной стоимости размещенных привилегированных акций (ст. 73);

— номинальная стоимость акций, находящихся в обращении, меньше 90 % от уставного капитала общества (ст. 72, п. 2).

Общая, сумма средств, направляемых обществом на выкуп акций, не может превышать 10 % стоимости чистых активов общества на дату Принятия решения, которое повлекло возникновение у акционеров права требовать выкупа обществом принадлежащих, им акций (ст. 76).

Во-вторых, акционеры вправе требовать у общества выкупа своих акций, если общим собранием принято решение о реорганизации общества, об изменении уставных документов или о совершении крупной сделки, причем эти акционеры голосовали против указанных решений или не принимали участия в голосовании (от. 75).

В-третьих, рыночная стоимость акций определяется решением совета директоров. При принятии решения о рыночной стоимости акций могут быть приняты к сведению заключение независимого аудитора и опубликованные в печати данные о ценах покупки, спроса и предложения на указанные акции.

В главе Х Федерального закона “Об акционерных обществах” регламентированы особенности заключения крупных сделок. Крупными считаются сделки с имуществом, стоимость которого составляет более 25 % балансовой стоимости активов общества (ст. 78). Причем, если сумма сделки составляет свыше 50 % балансовой стоимости активов общества, решение о ее заключении принимается общим собранием акционеров.

Лицо, приобретающее 30 и более процентов обыкновенных акций общества, должно (ст. 80):

— за 30 дней оповестить об этом всех акционеров общества в письменной форме;

— после приобретения 30 % акций предложить акционерам продать ему обыкновенные акции общества по цене не ниже средневзвешенной цены приобретения акций общества за последние шесть месяцев, предшествующих дате приобретения 30 или более процентов акций общества.

Если акции были приобретены с нарушением положений ст. 80, то на общем собрании акционеров лицо, приобретшее более 30 % размещенных обыкновенных акций, вправе голосовать по акциям, общее количество которых не превышает 30 % (ст. 80, п. 7).

В главе XI Федерального закона “Об акционерных обществах” введено понятие заинтересованности в совершении сделки. Укажем наиболее существенные моменты, на которые сле­дует обратить внимание.

Заинтересованными в заключении сделки считаются лица:

— контролирующие не менее 20 % голосующих акций общества;

— являющиеся стороной (или посредником) в такой сделке;

— владеющие не менее 20 % голосующих акций общества, являющегося противоположной стороной сделки;

— занимающие должности в органах управления юридического лица, являющегося стороной сделки (ст. 81).

Решение о заключении обществом сделки, в совершении которой есть заинтересованность, принимается общим собранием, если сумма сделки превышает 2 % активов общества (ст. 82).

Заинтересованное лицо несет ответственность перед обществом в размере причиненных им убытков (ст. 84).

В последующих главах Федерального закона “Об акционерных обществах” изложен порядок контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества (гл. XII), регламентируется порядок ведения учета и отчетности общества (гл. XIII) и определяется процедура введения в действие данного Федерального закона (гл. XIV).

*2.2.2 Федеральный закон "О рынке ценных бумаг"*

Одним из документов, в течение длительного времени регулировавшим функционирование российского фондового рынка, было Положение о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР, утвержденное Постановлением Правительства РСФСР № 78 от 28 декабря 1991 г. Его заменил Федеральный закон “О рынке ценных бумаг”, принятый Государственной Думой 20 марта 1996 г. и опубликованный в “Российской газете” 25 апреля 1996 г. (официальная дата введения Закона в действие).

Развивая общие положения, сформулированные в ГК РФ, Федеральные законы “Об акционерных обществах” и “О рынке ценных бумаг” совместно с Федеральным законом “О налоге на операции с ценными бумагами” в новой редакции создали надежную правовую базу для развития российского фондового рынка. Отметим некоторые особенности Федерального закона “О рынке ценных бумаг”.

Профессиональные участники фондового рынка. Виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг

Сопоставляя виды профессиональной деятельности, ранее разрешенные на рынке ценных бумаг Положением о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР (далее — Положение), и теми, которые разрешает новый Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” (далее — Закон), можно отметить следующее.

В Законе по сравнению с Положением существенно расширен перечень видов профессиональной деятельности, разрешенных на российском рынке ценных бумаг. Он включает следующие виды деятельности (разд. II, гл. 2):

* брокерскую (ст. 3),
* по управлению ценными бумагами (ст. 5),
* дилерскую (ст. 4),
* по определению взаимных обязательств (ст. 6),
* депозитарную (ст. 7),
* по ведению реестра владельцев ценных бумаг (ст. 8),
* по организации торговли на фондовом рынке (ст. 9).

Такое расширение видов деятельности явилось неизбежным результатом развития фондового рынка в России. Представление о том, как должен функционировать российский рынок ценных бумаг, и те задачи, которые возникли перед ним в процессе его становления и развития, потребовали существенного пересмотра и дополнения основополагающих принципов построения фондового рынка.

Например, понятие “депозитарий” в Положении встречается только в одной фразе из ст. 33: “Ценные бумаги могут доверяться их владельцам на хранение в специализированных учреждениях (депозитариях) на правах общей долевой собственности”. Ведение реестра акционеров упоминалось в Положении об акционерных обществах в двух фразах, в которых говорилось, что “каждое общество ведет реестр акционеров” (ст. 50) и что “общество может поручить регистрацию акционеров банкам и другим специализированным организациям” (ст. 51). Естественно, что только по вопросам ведения реестров акционеров и учета движения права собственности на ценные бумаги появились следующие регламентирующие документы:

1. Указ Президента РФ “О мерах по обеспечению прав акционеров” № 1769 от 27 октября 1993 г.;

2. Указ Президента РФ “О дополнительных мерах по обеспечению прав акционеров” № 784 от 31 июля 1995 г.;

3. Положение о депозитариях, утвержденное распоряжением Государственного комитета РФ по управлению государственным имуществом № 859-р от 20 апреля 1994 г.;

4. Положение о реестре акционеров акционерного общества, утвержденное распоряжением Государственного комитета РФ по управлению государственным имуществом № 840-р от 18 апреля 1994 г.;

5. Временное положение о депозитарных операциях банков в Российской Федерации, утвержденное письмом Банка России № 167 от 10 мая 1995 г.;

6. Временное положение о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг, введенное в действие постановлением Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ №.3 от 12 июля 1995 г.;

7. Временный порядок лицензирования деятельности по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг, введенный в действие постановлением Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ № 6 от 30 августа 1995 г.

Единственным видом профессиональной деятельности, который ранее был разрешен Положением и который практически без существенных изменений нашел отражение в Законе, является брокерская деятельность (ст. 3 Закона и ст. 15 Положения). В Положении допускался также такой вид профессиональной деятельности, как деятельность в качестве инвестиционной компании (ст. 15). В Законе этот вид профессиональной деятельности в явном виде отсутствует (разд. II, гл. 2, ст. 3—9). Однако Закон разрешает дилерскую деятельность (ст. 4), которая частично совпадает с деятельностью инвестиционной компании (ст. 18 Положения).

Примечательно, что в Законе отсутствуют такие виды профессиональной деятельности, разрешенные ранее (ст. 15, 17 и 19 Положения), как деятельность в качестве:

— инвестиционного консультанта;

— инвестиционного фонда.

Напомним, что деятельность в качестве инвестиционного консультанта определялась в Положении как “оказание консультационных услуг по поводу выпуска и обращения ценных бумаг” (ст. 17), а деятельность в качестве инвестиционного фонда — как “выпуск акций с целью мобилизации денежных средств инвесторов и их вложения от имени фонда в ценные бумаги, а также на банковские счета и во вклады.” (ст. 19). Совмещение профессиональных видов деятельности на рынке ценных бумаг.

Ранее в Положении был введен ряд ограничений на совмещение видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг:

— деятельность инвестиционного фонда являлась исключительным видом деятельности на фондовом рынке (ст. 19);

— объединение деятельности в качестве инвестиционной компании и финансового брокера допускалось при условии, что инвестиционная компания осуществляла деятельность в качестве финансового брокера только через фондовые -биржи (ст. 21);

— деятельность в качестве фондовой биржи являлась исключительным видом деятельности (ст. 55).

Закон совершенно по-новому подходит к вопросу ограничений на совмещение видов деятельности на фондовом рынке (разд. II, гл. 2). Так, совмещение деятельности финансового брокера и финансового дилера в Законе разрешено без ограничений (ст. 3). Но сделана оговорка, что “сделки, осуществляемые по поручению клиентов, во всех случаях подлежат приоритетному исполнению по сравнению с дилерскими операциями самого брокера при совмещении им деятельности брокера и дилера” (ст. 3, абз. 5).

Согласно Закону деятельность в качестве фондовой биржи не может совмещаться ни с какими другими видами деятельности, “за исключением депозитарной деятельности и деятельности по определению взаимных обязательств” (ст. 11). Это весьма существенная и важная для фондовых бирж возможность расширения спектра услуг своим членам.

Закон явным образом и совершенно недвусмысленно запрещает совмещение деятельности по ведению реестра с другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг (ст. 10).

В Законе не запрещено совмещение деятельности организации торговли на рынке ценных бумаг (за исключением фондовых бирж) с другими видами профессиональной деятельности на фондовом рынке (ст. 9 и 10). Отсюда следует, что организация, обеспечивающая функционирование внебиржевой фондовой торговой площадки, имеет возможность выступать на этой площадке в качестве брокера, дилера, вести счета депо участников торговли, проводить клиринг между ними и т.д. и т. п. со всеми вытекающими для остальных участников этой торговой площадки последствиями. Возможно, оставленное Законом за ФКЦБ право ограничивать совмещение видов деятельности и операций с ценными бумагами (ст. 10, абз. 2) позволит избежать серьезных злоупотреблений со стороны организаторов торговли в этом вопросе.

Исключительность деятельности на фондовом рынке

В Положении деятельность на российском рынке ценных бумаг в качестве инвестиционного института, т. е. профессионального участника рынка ценных бумаг, была объявлена исключительной (ст. 14).

В Законе требование об исключительности такого рода деятельности отсутствует. Ограничение существует только для:

—- реестродержателей, у которых “деятельность по ведению реестра не допускает ее совмещения с другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг” (ст. 10);

— фондовых бирж, которые не имеют право совмещать деятельность “по организации торговли с иными видами деятельности, за исключением депозитарной деятельности и деятельности по определению взаимных обязательств” (ст. 11).

Фондовая биржа

Исключительно важным было появление Федерального кона “О рынке ценных бумаг” для фондовых бирж. Рассмотрим те особенности, которые новый Закон внес в понятие “фондовая биржа”, ее организационно-правовую форму и правила работы.

Главная особенность Закона состоит в том, что достигнута определенность и непротиворечивость в организационно-правовой форме фондовых бирж. Раньше, согласно российского законодательству, биржи являлись некоммерческими организациями, не преследовавшими в своей деятельности получен прибыли (ст. 55 Положения). Однако в организационно-правовом плане они были акционерными обществами (ст. 55 Положения), которые, согласно ГК РФ и Федеральному закону “Об акционерных обществах”, являются коммерческими организациями, т. е. организациями, преследующими в качестве основной цели своей деятельности получение прибыли (п. ст. 50 гл. 4, а также п. 1 и 3 ст. 66 ГК РФ; п. 1 ст. 2 Федерального закона “Об акционерных обществах”). Следует отметить, что среди понятий и определений, используемых Федеральном законе “О некоммерческих организациях”, не фигурируют биржи.

Указанное противоречие было снято появлением Федерального закона “О рынке ценных бумаг”, в котором дано определение фондовой биржи как организатора торговли на рынке ценных бумаг (ст. 11, абз. 1), созданного в форме некоммерческого партнерства (ст. 11, абз. 2). Некоммерческим партнером, согласно ст. 2 и 8 Федерального закона “О некоммерческих организациях”, признается основанная на членстве не коммерческая организация, учрежденная гражданами или юридическими лицами для содействия ее членам в осуществлении деятельности, направленной на достижение социальных; благотворительных, культурных, образовательных, научных и управленческих целей.

В Законе осталось требование о том, что членами фондовой биржи могут быть любые профессиональные участники рынка ценных бумаг. Отметим, что согласно новому Закону отсутствует понятие акционера биржи (биржа теперь не акционерное общество), таким образом, остается только понятие члена биржи. Поэтому если раньше какая-либо организация, не являясь профессиональным участником рынка ценных бумаг, могла оставаться акционером биржи не будучи ее членом, то теперь членами некоммерческой организации под названием “биржа” могут быть только профессиональные участники рынка.

Отметим, что ранее в Положении (ст. 61) разрешалось членство на бирже государственных исполнительных органов, в основные задачи которых входило осуществление операций с ценными бумагами. В Федеральном законе “О рынке ценных бумаг” это положение отсутствует.

Законом подтверждено обязательное требование о равноправном положении всех членов биржи (ст. 12). Неравноправное положение членов на фондовой бирже, временное членство, а также сдача брокерских мест в аренду и их передача в залог не членам фондовой биржи (фондового отдела) не допускаются. Ранее в Положении содержалось аналогичное требование. Однако когда биржа была акционерным обществом, выполнение его было сопряжено с определенными сложностями, так как какой-либо акционер приобретал привилегированное положение по отношению к другим членам биржи, имевшим меньшее количество акций.

Весьма важным является то, что деятельность фондовых бирж регулирует Федеральная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку при Президенте РФ (ФКЦБ).

Вступивший в силу с момента опубликования Федеральный закон “О рынке ценных бумаг”, сохраняя преемственность со старыми регламентирующими документами, в значительной мере дополняет и уточняет их положения и требования, учитывая опыт развития российского фондового рынка.

*2.2.3 Федеральный закон “О налоге на операции с ценными*

*бумагами”*

Федеральный закон “О налоге на операции с ценными бумагами”, один из первых, регулирующих работу российского рынка ценных бумаг, принят 12 декабря 1991 г. (опубликован в Ведомостях Съезда народных депутатов Российской Федерации и Верховного Совета Российской Федерации, 1992, № 11, ст. 523), почти на две недели раньше утверждения Постановлением Правительства РСФСР № 78 знаменитого Положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР. В течение нескольких лет эти документы, наряду с Положением об акционерных обществах, утвержденным Постановлением Совета Министров РСФСР № 601 от 25 декабря 1990 г. (с изменениями — № 255 от 15 апреля 1992 г.), являлись основными документами, регламентирующими работу фондового рынка.

С развитием российского рынка ценных бумаг все более отчетливо стала проявляться ограниченность этого Закона, заключающаяся в том, что он мог в полной мере работать лишь на фондовом рынке с развитой инфраструктурой и отлаженной системой взаимоотношений участников фондового рынка. В реальных условиях функционирования рынка возможность контроля за правильностью уплаты налога при заключении договора купли-продажи ценных бумаг даже при операциях с ценными бумагами в бездокументарной форме становилась все более сомнительной.

Законодательное закрепление возможности выпуска и обращения ценных бумаг на предъявителя (гл. 7 ГК РФ) сделало невозможным контроль за правильностью уплаты налога на операции с ценными бумагами со стороны участников сделки с предъявительскими ценными бумагами. Встала необходимость доработки Закона. Его новая редакция была изложена в Федеральном законе “О внесении изменений в Закон РСФСР "О налоге на операции с ценными бумагами"”, опубликованном 24 октября 1993 г. в “Российской газете”. Согласно ст. 3 этот Закон вступил в силу с момента опубликования.

В новой редакции Закон предусматривает в качестве объекта налогообложения номинальную сумму выпуска ценных бумаг, заявленную эмитентом, взимаемую в размере 0,8 % (ст. 2) с эмитента ценных бумаг (ст. 1) и уплачиваемую плательщиком одновременно с предоставлением документов на регистрацию эмиссии (ст. 5). Правильность уплаты этого налога легко проконтролировать, т. е. этот Закон стал работающим.

В старой редакции Закона налог на операции с ценными бумагами носил в определенной мере фискальные функции, предоставляя пусть теоретическую, но возможность налоговым органам, с одной стороны, проконтролировать правильность уплаты налога на прибыль с дисконтной части дохода, а с другой — отследить выполнение требований антимонопольного законодательства в плане формирования крупных пакетов акций. В новой редакции Закон не ставит перед собой такие задачи. Однако необходимость их решения не снимается. Видимо, это будет предметом решения в иных законодательных актах и регламентирующих документах.

Рассмотренные выше законы составляют правовую основу функционирования российского фондового рынка. Кроме того, при решении вопросов функционирования фондового рынка следует использовать и другие законы и подзаконные акты, к которым относятся:

— указы Президента РФ, регламентирующие работу российского фондового рынка;

— постановления Правительства РФ.

Отдельные специфические вопросы функционирования тех или иных сторон фондового рынка регламентируются ведомственными документами: письмами, приказами, распоряжениями и т. п. Право регламентировать работу фондового рынка имеют:

— Центральный банк РФ;

— Министерство финансов РФ;

— ФКЦБ при Президенте РФ;

— Государственный комитет РФ по управлению государственным имуществом;

— Государственный комитет по антимонопольной политике и поддержке новых экономических структур и другие организации.

Среди прочих документов, регламентирующих функционирование российского фондового рынка, следует отметить внутренние, регламентирующие работу фондовых бирж и торговых площадок. Особенно это относится к внутренним документам ММВБ — крупнейшей торговой площадки, на которой обращаются государственные долговые обязательства.

Требования этих и других документов по конкретным вопросам функционирования фондового рынка будут рассмотрены нами в последующих главах и особенно в комментариях к решению большого количества задач, приведенных в конце каждой главы.

3 АНАЛИЗ СОВРЕМЕННОГО СОСТОЯНИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА (РЫНА АКЦИЙ) В РОССИИ

3.1 Сделки с акциями за рубежом

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Таблица 3.1 - Объемы сделок с акциями за рубежом | | | | | | | |
| Период | Сделки российских инвесторов с американскими акциями, млрд долл. | | | Сделки американских инвесторов с российскими акциями, млрд долл. | | | Соотношение совокупных оборотов по сделкам, % |
| покупка у американских инвесторов | продажа г американским инвесторам | совокупный оборот по сделкам | покупка у российских инвесторов | продажа российским инвесторам | совокупный оборот по сделкам |
| 1995г. | 63 | 60 | 123 | 27 | - | 27 | 456 |
| 1996г. | 124 | 188 | 312 | 293 | 101 | 394 | 79 |
| 1997г. | 559 | 221 | 780 | 1534 | 920 | 2454 | 32 |
| 1998г. | 257 | 215 | 472 | 1050 | 827 | 1877 | 25 |
| 1999г. | 328 | 315 | 643 | 651 | 570 | 1221 | 53 |
| 1 кв. 2000 г. | 246 | 221 | 467 | 170 | 53 | 223 | 209 |
| Итого | 1577 | 1220 | 2797 | 3725 | 2471 | 6196 | 45 |

В среднем вложения российских инвесторов в американский рынок акций составляли в 1995—2000 гг. не менее 45 % от вложений американских инвесторов в российский рынок в первом квартале 2000 г. они в два раза превышали инвестиции США в российские акции. Таким образом, может появиться неблагоприятная сточки зрения внутренних финансов тенденция ухода всё большей массы денег российских инвесторов в фондовые ценности на западные развитые рынки.

Так уже случилось с российским рублем, когда массовое бегство от него привело к накоплению внутри России огромной массы наличных долларов США. То же самое может случиться и с валютными сбережениями обеспеченных классов в связи с развитием Интернет-трейдинга и с все большей легкостью доступа на финансовые рынки. Уже сейчас в Интернете существует массовое предложение Интернет-финансовых продуктов для русскоязычных. инвесторов, в первую очередь по вложению денежных средств в акции, выпущенные в США.

Известно, что 20—40 % этих денег находятся в Москве, через которую проходит более 90 % оборотов фондового рынка, либо распоряжение ими осуществляется лицами постоянно живущими в столице.

Это деньги, которые не дают возможности полностью покрыть потребности экономики, но за них стоит побороться.

В ближайшие годы российский фондовый рынок может столкнуться не только с перемещением за рубеж торговой активности, но и со все большим вовлечением наличной валюты внутри страны (авуары в.2—20 тыс. долл.), а также российских капиталов за рубежом в инвестиции в иностранные ценные бумаги (прежде всего в акции, выпущенные в США).

Мы находимся в ежечасной, даже ежеминутной, конкуренции с нашими зарубежными коллегами за те небольшие денежные ресурсы, которые созданы российским населением и которые неизбежно будут им вкладываться или в России, или на развитых индустриальных рынках. У нас нет иного выхода, чем расти быстрее западных брокеров.

Мы нуждаемся в новых идеях, в спокойствии властей, в новых решениях, которые помогли бы розничным инвесторам остаться на российском рынке ценных бумаг, вернуть деньги из европейских и оффшорных банков и переломить в основном спекулятивные настроения рынка.

Но больше всего мы нуждаемся в том, чтобы изменить самих себя — перестать быть временщиками, создать мышление, рассчитанное на “длинные” политики, стремящееся преодолеть комплекс провинциалов, недавно вступивших на рынок, создающее долгосрочный бизнес и массового розничного клиента как основу бизнеса, заслуживающего доверия.

3.2 Динамика развития фондового рынка за 1997-2000гг.

Рост рынка в первой половине 1999 г. обусловливался опережающим ростом цен на компании нефтяной отрасли, который, в свою очередь, был вызван наметившейся в тот момент тенденцией к росту мировых цен на нефть. Так, за первые 4 месяца года рост цен на акции ЛУКОЙЛа составил 126 %, Сургутнефтегаза — 123%. Акции РАО “ЕЭС России” за этот же период выросли на 61 %, Мосэнерго — на 15 %, а Ростелекома — упали на 8 %. Говорить об адекватности рыночных данных по другим эмитентам за тот период не совсем корректно, поскольку рынок их акций был (за редким исключением) практически неликвиден. Впрочем, отметим, что в начале года наблюдался резкий рост цен на акции Сибнефти, именно в этот момент переведенные в РТС-1. Значительным оказался и рост цен на акции “Норильского никеля”, поскольку на мировом рынке никеля уже тогда начал ощущаться серьезный дефицит этого металла.

Таблица 3.2 - Лидеры продаж в РТС

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Код акции | 1997г. | | 1998г. | | 1999г. | |
| Объем, млн. долл. | Доля в РТС | Объем, млн. долл. | Доля в РТС | Объем, млн. долл. | Доля в РТС |
| А | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| 1. РАО ЕЭС | 3441,37 | 22,0 | 3805,51 | 41,07 | 681,46 | 27,94 |
| 2. Лукойл | 2996,2 | 19,1 | 2134,78 | 23,04 | 595,02 | 24,39 |
| 3. Соликалийный магниевый завод | 1094,4 | 10,8 | 853,41 | 9,21 | 174,05 | 7,13 |
| 4. Ростелеком | 946,42 | 6,0 | 552,09 | 5,96 | 81,16 | 3,32 |
| 5. Сургутнефтегаз | 901,45 | 5,8 | 414,32 | 4,47 | 518,89 | 28,27 |
| 6. Газпром | 472,92 | 3,0 | - | - | - | - |
| 7. Татнефть | 373,1 | 2,4 | 200,81 | 2,17 | 78,79 | 3,22 |
| 8. Иркутскэнерго | 357,61 | 2,3 | 264,68 | 2,86 | 94,7 | 3,88 |
| Другие | 2512,35 | 16,0 | 1040,46 | 11,23 | 2,4 | 8,83 |
| Всего | 13095,8 | - | 9266,06 | - | 4624,06 | - |

По итогам всего 1999 г. наилучшие результаты по темпам роста среди ликвидных акций принадлежат Сургуг-нефтегазу Активизация торгов его акциями произошла во второй половине 1998 г. Если в июне 1998 г. на долю обыкновенных акций Сургута пришлось всего 3,6 % рыночного оборота, то уже в ноябре — свыше 21 % оборота (а если считать вместе с привилегированными, то более 26 % оборота). С этого момента Сургутнефтегаз ни разу не покидал первую тройку по оборотам в РТС (вместе с лукойлом и РАО “ЕЭС России”), а в сентябре 1999 г. стал абсолютным лидером по оборотам в РТС. За 1999 г. стоимость обыкновенных акций Сургутнефтегаза возросла на 327 %. Для сравнения: акции Татнефти выросли на 283 %, РАО “ЕЭС России” — на 267 %, Сбербанка — на 195 %, ЛУКОЙЛа — на 192 %, Ростелекома — на 157 %, Мосэнерго — на 83 %.

Надо сказать, что приведенные цифры имеют высокую долю условности. Низкая ликвидность рынка зимой 1998—1999 гг. влечет условность ценовых уровней того времени. Если, например, пытаться аналогичным образом оценить годовой рост акций Сибнефти или “Норильского никеля”, то оба эмитента покажут примерно десятикратный рост. Однако в силу того, что год назад сделок по этим акциям не было, а когда они появились, рыночные цены сразу выросли втрое вчетверо, мы не можем адекватно оценить рост этих акций на годовом интервале.

Но зато рост в конце 1999 — начале 2000 г. вполне поддается сравнительной оценке. К этому моменту на рынке сравнительно регулярно заключались сделки по обыкновенным и привилегированным акциям как минимум десятка эмитентов. Торги некоторыми акциями резко активизировались именно в этот период. Так, например, в течение 10 первых торговых дней января 2000 г. по таким активам, как акции Мосэнерго, Тат-нефти, привилегированные акции РАО “ЕЭС России”, ЛУКОЙЛа или Ростелекома, в РТС было заключено в несколько раз больше сделок, чем за весь октябрь 1999 г. В то же время среднедневное количество сделок по традиционно наиболее ликвидным акциям — ЛУКОЙЛа и Сургутнефтегаза — практически не возросло, хотя и осталось на высоком уровне.

С начала декабря по 19 января 2000 г. в 2,6 раза увеличилась цена акций Татнефти. Прирост остальных несколько более скромный, но у всех существенный:

РАО “ЕЭС России” прибавило 93, Мосэнерго — 69. Рос-телеком — 72, Сургутнефтегаз -— 51, Сбербанк — 46, ЛУКОЙЛ — 44 %.

Фронтальность указанного роста акций, вовлеченность в него акций, представляющих самые различные отрасли, увеличение ликвидности рынка и рыночных оборотов внушают надежду на то, что рынок прошел большую часть пути к восстановлению. Тем не менее, дальнейшее развитие рынка по-прежнему находится под вопросом. Практика показывает, что средства иностранных инвесторов не могут гарантировать стабильность. Таким образом, перспектива рынка акций в том, чтобы новым властям удалось обеспечить привлекательность вложений в акции для среднего российского инвестора.

За 1999 г. индекс РТС вырос на 201,6 %. Это означает, что совокупная капитализация акций, входящих, а расчет индекса РТС, увеличилась примерно втрое. А еще это означает, что Россия вернула себе утраченный год назад статус страны с самым быстрорастущим фондовым рынком в мире. Три из четырех последних лет на российском рынке наблюдался мощный фондовый рост. Но один единственный — 1998 г. — перевешивает по своей негативной значимости позитив всех остальных. И успех 1999 г. кажется таковым только на фоне рыночного коллапса, имевшего место в его начале.

Уровень цен, достигнутый к концу 1999 г., близок к тому, что имел место на российском фондовом рынке в мае 1998 г. — за 2—3 месяца до памятного 17 августа. А еще этот уровень соответствует лету 1996 г., моменту, непосредственно следовавшему за предыдущими выборами президента. Рынок на распутье. На что будет похоже дальнейшее развитие событий? Будет ли стремительный рост, как в 1996—1997 гг., или рост будет, но не слишком существенным? А может быть, оптимизм, с середины осени 1999 г. разгонявший рыночные котировки вверх не имеет под собой оснований?

Опрос, проведенный на веб-сайте агентства “Финмаркет” в середине января 2000 г., показал, что свыше 29 % посетителей сайта считают рынок “перегретым”. Достаточно высокий процент скептиков еще раз демонстрирует тот факт, что январская ситуация на рынке не столь уж однозначна. В то же время почти 39 % опрошенных считают, что российский фондовый рынок находится только в самом начале роста. Это означает, что оптимистические прогнозы вполне реальны.

Среди тех предпосылок, которые, по общему мнению, могли бы способствовать дальнейшему подъему — стабильность и предсказуемость власти, обеспечение четких правил, которыми может руководствоваться любой инвестор. В настоящее время мелкий инвестор лишь теоретически может рассчитывать на то, что он сумеет отстоять свои интересы. Яркий пример пренебрежения интересами дает само государство — ряд принудительных реструктуризации своих обязательств, таких как вэбовки, дает владельцам контрольных пакетов акций своего рода “индульгенцию” на аналогичное поведение, в отношении мелких акционеров.

Еще более неудобно положение иностранных инвесторов. Их деятельность на российском рынке резко сократилась с августа 1999 г., когда наступил ценовой спад и параллельно начал разгораться памятный конфликт вокруг ВОNY. На рисунке видно, что именно с августа 1999 г. оборот фондовой секции ММВБ, где главным образом работают российские участники (банки), устойчиво превысил оборот РТС. Еще одним аргументом в пользу сокращения рыночной доли нерезидентов на российском фондовом рынке являются данные НАУФОР о крупнейших операторах рынка акций. В рэнкинге (tор-50), ежемесячно публикуемом НАУФОР положение всех крупных западных компаний за полгода несколько снизилось. Если в июле 1999 г. компании “Флеминг ЮСБ”, “Кредит Свисс Ферст Бостон” и “Бран-свик Варбург” занимали соответственно 4, 5 и 6-е мес­та по оборотам на российском рынке, то в ноябре — 7, 9 и 13-е места.

Еще один проведенный нами опрос — о факторах, препятствующих более активному вовлечению нерезидентов в инвестиционный процесс, показал следующие результаты (табл. 2). Больше всего опрошенных ответили, что иностранцы боятся политической нестабильности и коррупции во власти (35,4 и 33,9 % соответственно). Интересно, что фактор невыполнения Россией обязательств по части прежних долгов является главным фактором только по мнению 22,5 % ответивших на вопрос. По всей видимости, такой результат должен внушать надежду на то, что с постепенным устранением первых двух причин (политической нестабильности и коррупции) вероятность дальнейших невыплат снизится. И очень небольшой процент опрошенных (4,4 %) считает главной причиной военные действия в Чечне, которые тем не менее не раз использовались Западом в качестве подспудной политической причины не предоставления кредита МВФ (а как известно, мнение МВФ является для портфельных инвесторов своего рода лакмусовой бумажкой).

Структура торгов в РТС: на 3 августа 1998г. 91 % (11,016 млн. долл.) составляют "голубые фишки" и 9 % (1,047 долл.) составляют прочие акции; на 1 августа 2000г. "голубые фишки" составляют 93 % или 32,939 млн. долл. и прочие акции 7 % или 2,570 млн. долл.

Таким образом, можно заметить, что за 3 года с 1998 по 2000г. структура торгов в РТС практически не изменилась в процентном соотношении и значительно возросла в денежном выражении с 11,016 млн. долл. в 1998 г. до 32,939 млн. долл. в 2000г. голубые фишки и с 1,047 млн. долл. в 1998 г. до 2,570 млн. долл. в 2000г. прочие акции. Бурный рост российского рынка акций после выборов в Думу 19 декабри стал наиболее яркий событием на фондовом рынке в 1999 г., однако он не должен заслонить собой всей эволюции рынка в минувшем году. На наш взгляд, эйфория последних дней года мало соответствует действительному положению дел на фондовом рынке и трезвая оценка его не будет лишней. Даже при виде неудержимого роста котировок (десятка акций) нельзя закрывать глаза на то, что в 1999 г. продолжали накапливаться опасные тенденции развитие которых может привести к тому, что рынок акций будет по-прежнему оставаться местом спекулятивных игр, оторванным от реальной экономики, где участники думают о продаже акций, даже не успев их купить.

В этой работе мы намерены в первую очередь коснуться проблем, проявившихся в 1999 г., поскольку простое изложение событий годичной давности вряд ли представляет интерес.

Прежде всего, приходится признать, что 1999 г. был для фондового рынка не только трудным, но и скучным (что также плохо переносится профессионалами). Временами казалось удачей то, что рынок вообще выжил. Более того, даже само название “рынок акций” вряд ли ему соответствовало: практически весь год торговались акции лишь 6—7 эмитентов, котировальный лист РТС неуклонно сокращался, многие ранее “громкие” акции переходили во второй эшелон, а некоторые во обще исчезали из списка, поскольку за долгие месяцы с ними не было заключено ни одной сделки. В итоге, к началу 2000 г.. в списках РТС-1 и РТС-2 осталось толь ко 19 акций (при том что для попадания в листинг достаточно. чтобы средний объем сделок с данными акциями в месяц составлял всего-навсего 10 тыс. долл.). И хотя число профессиональных участников также продолжало сокращаться, но их все равно было значительно больше, чем число торгуемых эмитентов. Уже по одной этой причине рынок акций представлял собой странное зрелище.

Положительным итогом 1999 г. стало дальнейшее совершенствование инфраструктуры рынка.

Две конкурирующие площадки — ММВБ и РТС продолжали сближать сферы деятельности: на ММВБ в середине года были введены сделки “поставка против платежа”, присущие ранее РТС. в то время как РТС наоборот, прилагала большие усилия, чтобы превратиться в биржу со своей собственной расчетной системой. Это произошло в самом конце 1999 г. так что в Москве мы закончили год с тремя фондовыми биржами.

И если будущее МФБ более или менее ясно, то дальнейшая конкуренция ММВБ и РТС обещает много интересного. Пока что ММВБ и РТС не слишком далеко про­двинулись “на половину поля” соперника: ММВБ не удалось привлечь нерезидентов, которые предпочитают торговать на доллары, в то же время объем “биржевых” сделок в РТС еще очень мал по сравнению с общим объемом торгов.

Подчеркнем еще раз, что вопросы инфраструктуры при нынешнем состоянии корпоративных отношений в России являются вторичными и для стабильного развития фондового рынка нам предстоит решить значительно более сложные задачи, затрагивающие имущественные, а не технические вопросы.

Историю рынка акций в 1999 г. можно разбить на четыре периода. Первый (январь—март) — вполне можно назвать “полуобморочным”: “торги ходили исключительно вяло, объем их, как правило, не превышал 1—2 млн. долл., а котировки находились на уровнях четырехлетней давности и ниже. Единственным аккомпанементом, к тому же весьма убаюкивающим, служили регулярные заявления Ю. Маслюкова о том, что завтра МВФ “даст нам кредит”. Иногда участники рынка делали вид, что верят ему, и котировки несколько вырастали, затем ими вновь овладевала безнадежность и рынок возвращался в прежнее состояние спячки.

После того как в феврале (разговоры об этом шли с декабря 1998 г.) Минфин объявил, что начиная с июля нерезиденты смогут приобретать акции на средства от замороженных со счетов "С", рынок, естественно, начал быстро расти.

Настал второй период (март—июль), в результате которого индекс РТС за 4 месяца вырос более чем в два раза, средние объемы торгов достигли в РТС 10 млн. долл., а на ММВБ — 5—6 млн. долл. Таков был первый рекорд. Исходя из очевидного мнемонического правила, — если объем торгов в РТС превышает объем торгов на ММВБ, то на рынке активны нерезиденты, — можно заключить, что в это время в Россию вернулась некоторая часть наиболее спекулятивных западных фондов. В результате столь сильного роста российский рынок, по мнению международных фондов, вновь оказался в числе наиболее успешно развивающихся рынков. Свою роль сыграли выделение кредита МВФ в конце июня 1999 г. и достижение промежуточной договоренности с Парижским клубом, которые освободили Россию от текущих платежей клубу.

Однако, когда настал обещанный июль, выяснилось, что нерезиденты не спешат покупать акции и предпочитают выводить деньги со счетов “С”” через валютные аукционы Центробанка (объем заявок на них неуклонно возрастал, достигнув 800 млн. долл. при объеме продажи валюты всего 50 млн. долл.) и другие “серые” схемы. Начался третий, период (середина июля—октябрь). В эти месяцы к общей стагнации добавилась целая череда скандалов, в первую очередь история с •отмыванием денег через Bank of New York. В результате массированной пропагандистской компании как западные, так и российские газеты в очередной раз с успехом доказали, что в мире нет страны коррумпированное России.

Внешние скандалы “удачно”” совпали с разворачивающейся борьбой за места в Думе, так что возникшая атмосфера действительно мало способствовала росту фондового рынка. На этот же период приходятся громкие события с Ломоносовским фарфоровым заводом и Выборгским ЦБК, которые, хотя и не имели непосредственного отношения к тем 6—7 эмитентам, на которых держался рынок акций, в очередной раз вскрыли всю шаткость отношений собственности, сложившихся в результате приватизации, а также незащищенность частных инвесторов перед государственным произволом.

Очевидно, эти конфликты также оказали угнетающее влияние на рынок акций. К концу сентября индекс опустился практически до мартовских значений, упав в июле опять-таки почти в два раза. Таким образом, российскому рынку акций удалось установить второй рекорд за то, вновь, как и в 1998 г. оказавшись наиболее убыточным среди развивающихся рынков.

Начиная с октября — четвертый период (октябрь — конец года) — появились надежды на то, что новая Дума может оказаться “получше" прежней, и это привело к заметному оживлению рынка. Однако практически до самых выборов рост был неустойчивым, часто надежды глушились потоками сопромата и грохотом предвыборной борьбы. Тем не менее, благодаря относительно удачным результатам выборов и отставке Б. Ельцина под занавес года рынку акций удалось вернуться к июльскому максимуму и, таким образом, установить третий рекорд.

В результате в течение одного года российский рынок дважды оказался самым прибыльным среди развивающихся рынков и один раз — самым убыточным, а в целом, конечно, итоги года оказались значительно лучше ожидаемых.

Бросаются в глаза исключительная скудость и примитивность мотивов, которые двигали рынком в 1999 г. Практически на всем протяжении года цены акций никак не откликались на сообщения о прибылях или убытках той или иной компании или на другие важные корпоративные новости, но котировки дружно росли, едва проносился слухи о скором выделении кредита МВФ, и дружно падали. когда сообщалось, что какая-то Люси Эдварде “отмывала” со своим мужем российские деньги в большом количестве. Искусство фондового аналитика не требовало даже выделения этих слухов, об этом и так все знали.

Лишь к концу года наметилось некоторое “расслоение” среди наиболее ликвидных акций, когда котировки Сургутнефтегаза благодаря успехам компании достигли максимумов 1997 г. при этом другие акции отставали от них в 2.5—5 раз. Цены на нефть, несомненно, оказывали сильное влияние на рынок на протяжение всего года, но, так как они менялись более или менее плавно, их влияние лишь в отдельные дни оказывалось решающим.

Количество “рекордов”, побитых за год, наглядно говорит о слабости рынка. Хотелось бы, чтобы их было поменьше: после кризиса 1998 г. родилась надежда, что российский рынок акций перестанет изумлять мир своей непредсказуемостью и начнет рост и пусть с очень низких уровней, но зато устойчиво и понятно.

В первый послекризисный год этого не произошло, более того. рынок в какой-то мере воспроизвел все черты своего первого, “порочного” (нам это слово кажется вполне уместным) и во многом дутого взлета. Сегодня рынок акций еще более узок. чем несколько лет назад, и те деньги, которые направляются сюда. поневоле крутятся вокруг одних и тех же акций, делая их котировки еще более волатильными.

Что касается “рекордов”, то отметим еще, что 1999 г. вообще оказался исключительно удачным для рынков акций. Даже в странах, где падения котировок акций вдвое в течение одного года не происходили уже многие десятилетия и рынки отличаются большой стабильностью, наблюдался невиданный рост, связанный с преодолением мирового финансового кризиса и общей благоприятной экономической ситуацией. Например, в 1999 г. индекс Доу-Джонса вырос на 25 %.NASDAQ — на 84, Nikkei и DАХ — на 36 % и т.д.

В последние годы принято сравнивать российский рынок с бразильским (хотя после девальвации рубля объем ВВП России стал в три раза меньше бразильского). В 1999 г. бразильский индекс Bovespa вырос почти настолько же, насколько российские индексы — на 140 %, однако, несмотря на то. что в январе—феврале Бразилия стояла на пороге серьезного финансового кризиса и рынок акций, естественно, резко снизился; это снижение было далеко от 100 %. да и в целом бразильский рынок вел себя гораздо устойчивее.

В состав индекса Bovespa входят почти 100 эмитентов, сделки с акциями которых совершаются ежедневно. Поэтому в данном случае даже значительный рост не представляет особой опасности, в отличие от российского.

Таким образом, в 1999 г. российский рынок акций вновь подтвердил репутацию не только высокодоходного, но и в первую очередь спекулятивного, волатильного и неустойчивого. По-видимому, необходимы значительные усилия правительства, регулирующих органов, всех участников рынка акций, прежде чем он начнет оправдывать свое название и позволит реализовать свое предназначение как места привлечения инвестиций.

Августовский кризис 1998 г.. да и предшествующие ему месяцы разрушили иллюзию о неуклонном российского рынка акций, и сегодня мы поневоле значительно осторожнее оцениваем как его общее состояние, так уровень цен отдельных акций.

Около года назад мы предприняли попытку оценить потенциал роста российских акций, исходя из реалий сложившихся после кризиса: девальвации рубля и в званного ею падения долларовых доходов, продаж.

Анализ, основанный на реалистичных предположениях о поведении курса доллара и инфляции, показе что примерный уровень цен к началу 2000 г. состав 0.3—0.4 от максимальных цен 1997 г. В целом этот прогноз оправдался, хотя цены нефтяных акций благ даря неожиданному и очень сильному росту миров) цен на нефть выросли заметно сильнее энергетических и др.. а котировки ОАО “Сургутнефтегаз- достиг. уровня 1997 г. уже в декабре 1999 г.

Кроме того, в прежнем анализе не был учтен так немаловажный фактор, как продолжающееся сужен рынка: деньги, которые раньше вкладывались в акции 50—100 эмитентов, сегодня вкладываются в акции 8—10 эмитентов, разогревая их цены. Тем не мен многие аналитики полагают, что у рынка (подразумевая под “рынком”” упомянутые 8—10 акций) сегодня есть еще большой потенциал роста и уже к середине года индекс РТС может достичь отметки 300.

Действительно, учитывая нынешнюю узость рынка акций и недостаток ликвидных инструментов в друг секторах фондового рынка, это вполне может произойти, однако хотелось бы, чтобы рынок наконец-то начали бы расти не ввысь, а вширь. Конечно, какое-то время может существовать положение, когда посреди сотен тысяч совершенно неликвидных акций возвышает хрустальная башня из РАО "БЭС России". ЛУКОЙЛа, Ростелекома, Мосэнерго, Сургутнефтегаза еще 2—3 эмитентов, акции которых имеют вполне достойную цену, однако вряд ли такая конструкция является устойчивой.

Хотя число торгуемых эмитентов в 1999 г. оставалось очень низким, безусловно, положительной тенденцией стало заметное увеличение доли российских участниц в общем объеме сделок. В целом в 1999 г. средний ежедневный объем сделок в РТС составил 9.5 млн. долл. то время как на ММВБ он достиг 10 млн. долл. Для сравнения: в 1997 г. средний ежедневный объем сделок РТС составил 56 млн. долл., в то время как ММВБ в ту пору играла незначительную роль.

Таким образом, за два года Фондовая секция ММВБ как торговая площадка практически сравнялась с РТС, и ее рост свидетельствует о приходе на рынок множества новых и на этот раз российских клиентов. В самом деле, если учесть, что российские участники торгуют и в РТС, в то время как нерезидентов на ММВБ практически нет, можно заключить, что в 1999 г. российские компании играли уже преобладающую роль на рынке акций.

Стали заметными частные инвесторы, для них в течение года было открыто несколько фондовых центров для населения, которые смогли привлечь сотни миллионов рублей. Усиление отечественных компаний, несомненно, укрепит российский рынок акций, сделав его менее уязвимым от притоков и оттоков спекулятивного капитала.

Но пока, несмотря на преобладание российских участников, рынок по-прежнему ориентируется на мнение иностранцев. Так, несоразмерный рост рынка в марте—июле 1999 г. был связан с надеждами (несбывшимися) на большие деньги нерезидентов, а несоразмерное падение в июле—октябре — опять-таки с чрезмерной зависимостью от чужих мнений. Отток нерезидентов во время истории с Bank of New York показал, что наш рынок рассматривается (во многом справедливо, конечно) как крайне ненадежное место, где порядочному инвестору делать нечего.

Несмотря на то что сама история с BNY обернулась пшиком и сегодня практически забыта, она нанесла большой ущерб как репутации России, так и рынку акций. Очевидно, что если бы рынок в меньшей степени зависел от нерезидентов, влияние этой истории было бы минимальным, ведь российские участники рынка с самого начала прекрасно понимали суть проблемы.

В то же время преобладание российских участников на рынке акций в 1999 г. имело и весьма отрицательные стороны, поскольку россияне принесли с собор собственные понятия о корпоративных отношениях которые пока далеки от цивилизованных.

В условиях затишья на фондовом рынке, когда внимание активных участников рынка было привлечено к немногочисленным ликвидным акциям, во многих акционерных обществах продолжал нарастать конфликт между “собственниками” (т.е. владельцами контрольных пакетов) и мелкими акционерами. Суть конфликта проста: владельцы контрольного (или просто достаточно крупного) пакета акций решили стать полными владельцами при живых сторонних акционера, которые от своих акций отказываться не собирались.

Эти процессы также сыграли немаловажную роль стагнации рынка и сужении числа ликвидных акций. Во весь рост встал простой вопрос: “Что получает инвестор, приобретая акции российского эмитента?”. Ответ, который можно найти в любом учебнике, не относится к делу, поскольку российский акционер, как выяснилось, не получает ни право на распределение прибыли, ни право на участие в управлении, ни (косвенное) право собственности, т.е. не получает ничего, кроме возможности (в случаи удачи) продать свое приобретение следующему рискованному “акционеру”.

Пока инвесторы пытались осмыслить внезапно открывшиеся перед ними реалии, “собственники” не дремали и процесс выдавливания мелких акционеров сопровождался появлением многочисленных статей, в которых популярно разъяснялось, что происходящее никоим образом не является воровством или нарушением прав акционеров, а всего лишь исключительно благотворным в нынешних условиях переходом от “англосаксонской” модели рынка к “германской”.

В рамках данной статьи мы лишены возможности подробно объяснить разницу между моделями, да это и не нужно. Напомним только, что историю становления российского рынка акций принято изображать как поле битвы между бывшим главой ФКЦБ Д.Васильевым (поборником “американской” модели) и его оппонентом А. Козловым из Центробанка (защитником “немецкой” модели). Поскольку, дескать, Д. Васильев занимал пост, позволявший ему осуществлять единоличный контроль над рынком, в России привилась “американская” модель, в которой торговля акциями монополизирована инвестиционными компаниями, а сами акции распылены среди миллионов мелких акционеров, которые только и мечтают о том, чтобы пустить всю прибыль предприятий на дивиденды.

В августе 1998 г. эта искусственно навязанная России модель рухнула и настало время воспринять более близкую нам “немецкую” модель, в которой крупными пакетами акций владеют банки, они же одновременно являются крупнейшими операторами на рынке акций. Владельцы контрольных пакетов отныне будут самолично вести предприятия к их процветанию, мелким акционерам надлежит сидеть тихо и не путаться под ногами у менеджеров, а инвестиционные компании могут ехать в свою Америку.

Разумеется, ни один человек, профессионально занимающийся фондовым рынком, не сочтет это изложение истории российского рынка акций сколько-нибудь верным. Хорошо известно, что во время председательства Д. Васильева ЦБР владел генеральной лицензией, позволявшей ему самостоятельно контролировать работу банков на фондовом рынке. В результате этого “контроля” крупнейшие российские банки на деньги своих вкладчиков скупили пакеты акций сотен предприятий — от горно-обогатительных комбинатов до кондитерских фабрик, от нефтеперерабатывающих за­водов до мясокомбинатов.

Именно бесконтрольность банков и их неразборчивость в средствах послужили одной из главнейших при чин кризиса. Когда в августе 1998 г. эти акции потеряли ликвидность и банки оказались один на один с разъяренными вкладчиками, на какое-то время толки о благодетельности “немецкой” модели затихли, но в 1999 г. вспыхнули с новой силой.

Кроме того, заметим, "немецкая” модель, к которой нам якобы надлежит стремиться, не имеет ничего общего с реальными отношениями между крупными и мелкими акционерами в Германии.

Известно, что в деле защиты мелких акционеров Германия исторически занимает ведущее положение и права мелких акционеров здесь оговорены тщательнее, чем где бы то ни было. Например, закон об акционерных обществах, помимо известных нам гарантий владельцам 25 % акций, дает право владельцам 10 %-го пакета потребовать отчета основателей общества, совета директоров или правления (п. 147); владельцам 10 %-го или пакета акций номинальной стоимостью свыше 2 млн. нем. марок потребовать отзыва аудитора (п. 318); созыв общего собрания производится по требованию 5 % акционеров (п. 122); оговорено право выражения особого мнения по требованию 5 % акционеров или владеющих акциями на сумму 1 млн. нем. марок и т.д. Важнейшим правом акционеров является преимущественное право выкупа акций новой эмиссии с сохранением доли в уставном капитале (п. 186) и возможности получения премии в случае отказа от выкупа.

Не платить дивиденды, имея прибыль, считается чем-то неслыханным. В своем поощрении мелких акционеров немецкое законодательство доходит до того, что позволяет частным лицам списывать с налогооблагаемых сумм деньги, затраченные на поездку на годовое собрание акционеров.

Таким образом, нам надлежит перейти от “американской” модели (которую мы никогда не имели) к “немецкой”, которая с настоящей немецкой также не имеет ничего общего.

Какую же модель нам навязывают “владельцы”? Суть ее весьма идиллически описана следующим образом: “Стратегию развития бизнеса должны определять собственники, владеющие контрольным пакетом, они же обязаны отвечать за результаты” — вот эта модель нам хорошо знакома! Мы все 70 лет прожили в акционерном обществе “СССР”, владелец контрольного пакета — ЗАО “ЦК КПСС” единолично распоряжалось судьбой общества, время от времени давая нам отчет о результатах деятельности в “ярких речах”, и эти результаты неизменно были “превосходными” (особенно для владельца).

Авторы панегириков “немецкой” модели очевидно плохо знакомы не только с немецким фондовым рынком, но и с самими немецкими акционерами, которые твердо знают, что акции являются их собственностью, и сумеют в любом случае эту собственность отстоять. Несомненно, если бы какой-нибудь немецкий банк, владевший, например, контрольным пакетом акций автомобильного завода, заставил этот завод продавать себе автомобили за полцены, потихоньку выводя при этом активы завода в какие-нибудь GmbH (ЗАО), как это делал у нас ЮКОС с Юганскнефтегазом. то другие акционеры этого завода согласно бессмертной фразе депутата Шандыбина “вышли бы все с молотками и не оставили бы никому даже гвоздика”.

Кроме того, приверженцам “немецкой”” модели следовало бы поставить себе следующий важный вопрос (и ответить на него): “Каким образом новоявленные “собственники” будут привлекать инвестиции?”.

Фондовый рынок для них отныне закрыт, поскольку своих акционеров они ограбили, а новых простаков будет найти трудновато. Взять деньги в банке? Но для нор­мального функционирования “немецкой” модели не худо было бы сначала создать немецкие банки, потому что если в Германии эмитент имеет возможность привлечь деньги под 6—7 % годовых (средняя цена заимствова­ния на немецком финансовом рынке в 1998 г.) то российскому придется выкладывать 50 %.

Говоря о благотворности перехода к “немецкой модели. часто указывают на рост прямых инвестиций в 1999 г. (аргументация такова: как только крупные инвесторы перестали пугаться вредоносных мелких акционеров. они сразу же стали вкладывать деньги в российские предприятия). Однако эта аргументация совершенно ложная.

Прямые инвестиции в 1999 г. действительно несколько выросли, однако это ни о чем не говорит, просто многие крупные иностранные компании, воспользовавшись девальвацией, стали развертывать производство в России.

Однако если Danone, Cadbury и др. построили в России новые заводы, то они инвестировали в Рос­сию, но не в российские предприятия — (построенные заводы принадлежат им на 100 % и чаще всего даже не являются открытыми акционерными обществами). Российские акционерные общества, производящие аналогичную продукцию, от этой “прямой инвестиции” не получили ни копейки, кроме того, у них под боком появился могучий конкурент. В 1999 г. они занимались более важным делом — распугивали мелких акционеров и вымаливали в банках кредиты под 55 % годовых.

Особенно печально, что невежественные рассуждения о моделях, прикрывающие воровство и захват, расцвели именно в год, когда на мировых фондовых рынках происходили поистине революционные преобразования (которые, не в последнюю очередь, и привели к ошеломляющему росту рынка). Эти процессы вполне можно назвать конвергенцией “американской” и “немецкой” моделей, в результате которой в обозримом будущем все различия между ними (формальные) будут стерты.

Напомним, что в сентябре 1999 г. в США была отменена поправка 1933 г. к закону об акционерных обще­ствах (известная как “поправка Гласса — Стигала””), запрещавшая кредитным банкам прямые операции на фондовом рынке. Хотя, конечно, ведущую роль на фондовом рынке будут продолжать играть инвестиционные банки (созданные некогда для этой цели кредитными), однако и их “родители” отныне будут приравнены к своим немецким коллегам.

В свою очередь немецкий рынок акций продолжал дрейфовать в сторону американского как с точки зрения инфраструктуры, так и изменения состава акционеров. В последнее время число мелких акционеров в Германии заметно выросло (с 7 до 8 % общей численности населения), и, хотя этот процент значительно меньше, чем в США, немецкие средства массовой информа­ции сообщили об этом с восторгом.

Все понимают, что денежные сбережения населения представляют собой огромный источник инвестиций и значительно дешевле привлечь их, чем заимствовать деньги в банке. Кроме того, поскольку ввиду особенностей “немецкой”” модели фондового рынка (преобладание предъявительских акций) издержки обращения довольно высоки, что сдерживает приток частных инвестиций, в Германии широко обсуждается переход на именные акции (как в США и России), которые хранятся в электронном виде и не требуют дорогостоящих банковских депозитариев.

Таким образом, обе модели активно сближаются, перенимая друг у друга сильные стороны. Развитие Интернет-торговли и общая глобализация фондовых рынков, несомненно, приведут к скорому стиранию последних отличий между моделями, однако можно быть уверенным при этом, что права акционеров будут неукоснительно соблюдаться по обе стороны океана.

Конечно, пока немецкий фондовый рынок значительно меньше по объему и гораздо беднее по количеству инструментов, чем американский, который в Германии служит недосягаемым образцом для подражания. И как были бы удивлены немецкий банкир, брокер или промышленник, узнав, что кто-то в России счел немецкий рынок более передовым на том основании, что он якобы позволяет вернее и проще “облапошить” мелких акционеров.

Наконец, те российские эмитенты, благодаря которым рынок акций в 1999 г. влачил хоть какое-то существование, дали недвусмысленный ответ на вопрос, что они думают о “немецкой”” модели. Напомним, что в течение года Газпром. НК “ЛУКОЙЛ”. РАО “ЕЭС России””, ТНК и ряд других обществ выпустили корпоративные облигации, т.е. инструмент, совершенно не свойственный немецкому фондовому рынку, на котором корпоративные облигации занимают ничтожный процент общего объема ценных бумаг с фиксированной доходностью (пока что немецкие корпорации финансируются в основном благодаря банковским кредитам, хотя это положение со временем может измениться). Понимая, что сегодня трудно привлечь деньги эмиссией акций (к тому же она недоступна для таких компаний, как Газпром. РАО “БЭС России”), эти эмитенты, тем не менее, не забыли о фондовом рынке.

Конечно, было бы наивно надеяться, что этот пример, пусть даже лидеров фондового рынка, убедит тех, кто сознательно разрушает инвестиционный климат в России, — они решают разные задачи: одни думают о завтрашнем дне и о России, другие — исключительно о сегодняшнем и о своих оффшорах. Поэтому совершенствование законодательства является первоочередной задачей. Не секрет, что российские акционеры пассивны в отстаивании своих прав, просто потому что ' сознают полную безнадежность усилий в рамках существующего законодательства.

Нам остается лишь надеяться, что новая Дума окажется более решительной в этом направлении.

3.3 Современное состояние фондового рынка

Начало 2001г. на российском рынке акций ознаменовалось значительным ростом цен. Однако новые экономические потрясения в Турции и сохраняющееся ухудшение конъюнктуры фондового рынка США (несмотря на снижение ФРС банковской учетной ставки на 1 процентный пункт, до 5,5 % годовых, в январе 2001 г) склоняют мнение экспертов к тому, что говорить о возобновлении роста цен российских акций пока рано.

Участники российского рынка акций ожидали, что окончание одного из самых трудных для мировых фондовых рынков 2000 г. принесет некоторое оживление покупательского спроса, что повысит ценовые уровни.

В январе 2001 г. ожидания инвесторов оправдались. Первый месяц 2001 г. на рынке российских акций прошел под знаком роста котировок. При этом рои цен проходил практически без фаз коррекции вниз. Максимальное значение месяца составило 178.9 пункта. Среднедневной объем торгов в РТС вырос на 4,621 млн. долл., до уровня 16,97 млн. долл. Индекс РТС вырос на 21.1 %. до уровня 173.53 пункта.

Впрочем, в январе 2001 г. был один день торгов, когда минимум 2000 г. был побит: новый 2001 г. начался резким (на 9—13 %) обвалом котировок российских акций, почти достигших минимальных значений 2000 г., вслед за падением биржевых индексов США. Основной причиной этого стало опасение инвесторов относительно развития ситуации на американском фондовом рынке.

Падение индекса Nasdaq Composite более чем на 7 % (из-за низких доходов компаний hi-tech) и заявление финансиста Дж. Сороса о возможном финансовом кризисе в США обострили ситуацию. Рост курса евро относительно доллара до максимальных за последние 6 месяцев уровней констатировал ослабление американской экономики. Замедление темпов развития экономики США, проявившееся в падении доходов американских корпораций, привело к тому что 2000 г. стал одним из худших для рынка акций США.

Сохранение подобной ситуации в первые дни 2001 г. вынудило ФРС пойти на крайние меры и резко снизить банковскую учетную ставку для оживления делового климата в Америке, тем более что инфляционная опасность во втором полугодии

2000 г. в США существенно снизилась. Очередное заседание Комитета по открытому рынку ФРС США по пересмотру учетной ставки планировалось на 31 января 2001 г., однако снизить ставку было решено уже 3 января 2001 г., причем сразу на 0,5 процентных пункта, до 6 % годовых.

Это снижение стало приятным сюрпризом для мировых рынков акций, обусловившим формирование на них растущего тренда, сохранившегося в течение всего января

2001 г. Рост цен российских “голубых фишек” в январе проходил на фоне возврата денег иностранных фондов, достаточно активно выводившихся в конце 2000 г.

В начале января лидерами роста стали бумаги РАО “ЕЭС России”, существенно упавшие в цене в предыдущий месяц. Росту бумаг во многом способствовало сообщение РАО о начале в январе 2001 г. процесса перевода депозитарных расписок (около 20 % уставного капитала) из Bank of New York в Deutsche Bank.Достаточно резкий рост цен акций РАО "ЕЭС России" начался после того, как в заказах на покупку в РТС появился сам Deutsche Bank*.*

Спрос на российские акции поддерживался также решением ОПЕК о сокращении ежедневной добычи нефти на 1.5 млн. баррелей с 1 февраля 2001г., что способствовало повышению мировых цен на нефть. В результате нефтяные акции стали "локомотивом” растущего рынка.

Среди корпоративных новостей, определявших динамику цен акций "Норильского никеля” в январе 2001 г., выделим рост мировых цен на палладий до рекордного уровня в 1100 долл. за тройскую унцию (“Норильский никель” является крупнейшим поставщиком этого металла на мировой рынок). Высокие цены металлов платиновой группы на мировом рынке в течение месяца обеспечивали покупательскую поддержку бумагам “Норильского никеля”. даже когда ФКЦБ России решила инициировать судебный иск в связи с нарушениями в процессе реструктуризации компании.

Завершение первого месяца 2001 г. было омрачено решением British Petroleum продать свою долю (около 7 %) в уставном капитале ЛУКОЙЛа, что привело к лидерству в падении цен акций российской нефтяной компании. Вместе с тем цена, по которой проходили сделки по продаже акций, не опускалась ниже 10 долл., что, скорее всего, предопределило наличие существенного уровня поддержки акций ЛУКОЙЛа на ближайшее время.

Реализация решения British Petroleum проходила с помощью банка “Кредит Свисс Ферст Бостон”. В результате роста предложения на рынке бумаг российской нефтяной компании из-за продажи пакета, принадлежавшего British Petroleum, был поставлен под вопрос проект правительства России по приватизации в 2001 г. 6 % госпакета акций ЛУКОЙЛа. С учетом этого РФФИ направил письмо вице-президенту ЗАО “Банк Кредит Свисс Ферст Бостон АО "с предложением расторгнуть договор на оказание консультационных услуг по продаже 6%-го пакета акций ОАО "ПК ЛУКОЙЛ” на международном рынке. Руководство РФФИ посчитало, что имущественные и иные интересы банка в сделке с British Petroleum и интересы фонда как клиента “Банк Кредит Свисс Ферст Бостон” пришли в противоречие.

Однако, несмотря на это, в целом январь 2001 г. принес ощутимое прибавление в цене российским “голубым фишкам”: обыкновенные акции Мосэнерго за месяц выросли на 41,67 %. до 0,034 долл.; Татнефти — на 40.79 %, до 0.497 долл.; РАО “ЕЭС России” — на 29.15 %. до 0.1059 долл.; ЮКОСа — на 28,09 %. до 2.28 долл.

В первой половине февраля 2001 г. на российском рынке акций повышательная тенденция сохранилась. Основной причиной роста был приход нерезидентских заказов на покупку акций после твердого заявления России о готовности выплачивать долг Парижскому клубу кредиторов.

Кроме того, поддержку рынку оказывали покупки акций со стороны инвесторов, увеличивающих **свою** долю в уставных капиталах компаний накануне закрытия эмитентами своих реестров для проведения годовых собраний акционеров. В частности, в течение февраля 2001 г. лидировали в росте акции Аэрофлота. Профучастники объясняли это воз­можным желанием менеджмента компании усилить свои позиции, тем более что финансовые показатели работы Аэрофлота в 2000 г. позволяли это реализовать.

Лидерство бумаг АвтоВАЗа также объяснялось возможной скупкой бумаг компанией General Motors*,* согласившейся недавно на создание СП с АвтоВАЗом. Интересно отметить также резко возросший интерес к акциям Газпрома, проявившийся, впрочем, довольно странно. Так, в феврале 2001 **г. на** рынке акций компании несколько раз отмечались; покупки крупных пакетов в несколько десятков миллионов акций, “задиравшие” рынок на 10—15 %, после чего цена вновь возвращалась на прежние уровни.

Одним из объяснений этого могло быть решение ФКЦБ разрешить голландской компании Gazprom Finance BV, полностью принадлежащей Газпрому, вывести за границу 1.19 % акций ОАО для выпуска производных финансовых инструментов. Если учесть, что на внешнем рынке цена бумаг концерна в пересчете на акцию в 2 раза выше. чем на внутреннем, можно понять, почему покупки акций Газпрома на МФБ были такими, мягко говоря, “неосторожными”.

Вторая половина февраля 2001 г. прошла под знаком падения цен российских акций. Негативными факторами этого падения стал политический кризис в Турции, переросший в экономический кризис с резким ростом доходности госбумаг и ставок по кредитам overnight*,* а также обвалом биржевого индекса *XU-100.* Некоторая стабилизация наступила лишь после решения правительства Турции отпустить курс лиры для сохранения золотовалютных резервов.

Еще одним резко негативным фактором для рынка российских акций во второй половине февраля 2001 г. стало ухудшение конъюнктуры фондового рынка США из-за плохих макроэкономических показателей. Так, в январе резко выросла инфляция на фоне снижения темпов американской экономики. Только появление мнений влиятельных экспертов о том, что ФРС США может досрочно снизить учетную ставку до планового заседания 20 марта 2001 г., помогло стабилизировать американский рынок акций в конце февраля 2001 г. Это и удержало российский рынок акций от дальнейшего падения.

Таким образом, в конце февраля рынок российских акций оказался на перепутье: цены могут как продолжить рост, начавшийся после неожиданного снижения ФРС учетной ставки 3 января 2001 г., так и вернуться к падению, отмечавшемуся в течение всей осени 2000 г. Основным фактором при этом будет развитие ситуации в США: станет ли II кв. 2001 г. началом фазы экономического роста (как прогнозирует ФРС), или ВВП в США в ближайшее время не будет расти? Хватит ли у ФРС рычагов для вывода экономики США из состояния “жесткого” торможения?

Важной для российского рынка также будет ценовая динамика на мировом рынке нефти — основного источника поступления доходов в российский бюджет. Удастся ли ОПЕК удержать цены в пределах. 25—30 долл. за баррель в условиях замедления экономики основного потребителя топлива — США, а также наступления теплого времени года в Северном полушарии?

Немалую роль для развивающихся рынков в целом и российского в частности сыграет развитие ситуации в Турции. Сможет ли правительство справиться с финансовым кризисом или его дальнейшее развитие приведет к бегству инвесторов из Турции и других развивающихся рынков (в том числе и российского)?

Важными также будут дальнейшие отношения России с международными финансовыми институтами в свете последних решений правительства платить долги Парижскому клубу кредиторов. Вот основные внешние факторы, которые будут определять динамику цен российских акций в дальнейшем.

Среди внутренних факторов можно выделить проблему реструктуризации российских естественных монополий, и прежде всего РАО “ЕЭС России”. Будут ли при **этом в** достаточной мере учтены права миноритарных акционеров?

Важным также станет момент, связанный с пересмотром приватизации крупных предприятий, в связи с чем дальнейший действия ФКЦБ в отношении РАО “Норильский никель” будут внимательно отслеживаться инвесторами. Таковы основные вопросы, которые, на наш взгляд, определят в ближайшем будущем ценовую динамику на рынке российских акций.

4. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ РОССИИ

4.1 Ближайшие перспективы развития рынка ценных бумаг России

Важнейшим источником нового промышленного подъема, преодоления инвестиционного кризиса должно стать финансирование посредством российского рынка ценных бумаг (что в свою очередь будет готовить появление другого масштабного источника — неспекулятивных иностранных инвестиций).

Именно в этом истинное предназначение рынка ценных бумаг — не только спекуляции, не только покрытие дефицита бюджета, не только перераспределение собственности, а еще создание финансового механизма для запуска инвестиций, для выживания и обновления промышленности. Вместо рынка огосударствленного, с огромным преобладанием правительственных ценных бумаг, как в 1995—1996 гг., вместо рынка грюндерского, как в 1994 г., с агрессивным натиском новых эмитентов, не имевших ранее реальных активов, должен появиться обслуживающий инвестиционные проекты в производстве, жилищном строительстве рынок экономического роста. В период промышленного бума в экономике до предела нарастает скорость конвейера инвестиционных проектов, объявляются сотни новых эмиссий, рынок становится "горячим", демонстрируя неуклонный рост курсовой стоимости, постоянно увеличивающийся приток иностранных инвестиций.

В 1994г. производственные инвестиции снизились на 33 %. В 1995-1996гг. эту тенденцию переломить не удалось. На формирование инвестиционного кризиса, превращением наиболее активный сегмент фондового рынка, связанного с государственными ценными бумагами, спекуляцией, перераспределением собственности или урегулированием неплатежей, сказались следующие финансовые факторы:

• антиинфляционная денежная политика центрального банка, направленная против расширения платежного спроса (насыщение оборота деньгами по мере увеличения цен),

• ненасыщенность рынка финансовыми активами (отношение денежной массы к ВНП в России составляет примерно 15 %, в то время как в странах "большой семерки" — 60—100 %, в развиваю­щихся странах — до 40 %);

• отсутствие внешних финансовых источников, которые бы "разогрели" экономику, создали бы платежеспособный спрос на инвестиции. (Объем иностранных инвестиций в Россию составляет

• "физическая" нехватка денег внутри России для возобновления промышленного подъема (долларовый эквивалент денежной массы внутри России, включая неиспользуемую валютную наличность на руках у населения, составляет 50—60 млрд. долл., денежные ресурсы носят в основном краткосрочный характер: скорость обращения денег с начала 90-х годов увеличилась в 5—6 раз). Этих денег не хватит на новую индустриализацию российской экономики, которая неизбежно будет связана с импортом по мировым ценам оборудования и технологии,

• низкое качество денежных ресурсов. Преобладающую их часть (более 60 %, включая валютную наличность) составляют денежные средства на руках у населения, которые имеют более краткосрочный характер, предназначенный в большей мере на потребление, тяжелее поддаются финансовому перераспределе­нию и направлению на цели инвестиций. В составе денежных средств населения более 70 % — рублевая и валютная наличности (высокая скорость обращения, обслуживание безналогового оборота, неурегулированность денежных потоков, несвязанность валютных сбережений в инвестициях, беспроцентное валютное кредитование зарубежных стран). Что касается предприятий, то доля средств на накопления, оседающая на счетах в банке, крайне незначительна,

• использование свободных денежных ресурсов для покрытия текущего дефицита бюджета, "проедание" их государством при непрерывном сокращении (до 10—12 %) доли средств бюджета, идущей на инвестиции. За три последних года стремительно вырос государственный долг. Покрытие банками дефицита бюджета (как официального, так и скрытого) составляет более 90 % кредитных вложений непосредственно в экономику. Финансовые пирамиды государства и отдельных регионов (муниципальные займы), чрезмерное привлечение государством свободных ресурсов на покрытие общего дефицита бюджета (ГКО, КО, ОФЗ, векселя, сберегательный заем, квазигосударственные бумаги под гарантию Минфина и т. д.) приводят к резкому недостатку средств на частные инвес­тиции, выкачиванию денежных средств из регионов в Москву на рынок государственных ценных бумаг. Наиболее типичная ситуация — в регионе свободных денег нет, тем более на размещение эмиссий под инвестиционные проекты. Средства населения через Сберегательный банк, а средства предприятий через московские филиалы региональных банков перекачиваются в Москву,

• резко ограниченные возможности накопления денежных ресурсов за счет погашения долгов, имеющихся перед Россией у других стран. При объеме этих долгов в 123 млрд. долл. и внешней задолженности России в 112 млрд. долл. (на конец 1994 г., в 1995— 1996 гг. объем долгов ежегодно возрастает на 20—30 млрд. долларов) первые можно считать почти "мертвыми" (график погашения выполняется на 5—10 %) при постоянной активности требований кредиторов к России.

Итак, в стране, как и в 30-е годы, существует резко выраженный недостаток внутренних финансовых ресурсов и внешних источников для очередного технического и технологического рывка. По расчетам Министерства экономики, для этого нужно примерно 150 млрд. долл., в то время как при самом благоприятном раскладе в наличии не более одной трети этой суммы.

Как эта проблема была решена в 30-е годы — известно. Вопрос в том, как она может быть решена сегодня.

Если дефицит финансовых ресурсов будет восполнен внеэкономическими методами с помощью "планов восстановления народного хозяйства, путем постепенного отката к директивной экономике, то места рынку ценных бумаг не останется. "Продразверстка" в отношении дефицитных финансовых ресурсов уничтожает рынок капиталов.

Другой вариант решения проблемы — продолжение либеральной линии, создание открытой экономики, масштабное привлечение иностранных инвестиций.

Но для этого российский рынок капиталов должен стать рынком хороших новостей", должен демонстрировать постоянно растущую ликвидность и подъем курсовой стоимости, должен быть хорошо подготовлен к продаже как перспективный, заманчивый рынок Должна быть прекращена спекулятивная практика сбыта за бесценок акций российских экспортных предприятий, экономика должна приобрести агрессивный, экспортоориентированный характер.

Учитывая тяжесть тех путей, которые избирает Россия, продолжение агрессивной, либеральной линии развития практически невозможно.

Скорее всего рынок капиталов станет более колеблемым, не исключено развитие резко выраженных понижательных тенденций

Какие факторы воздействуют в этом направлении?

• Российский рынок ценных бумаг — развивающийся рынок. Да этой категории (по международной классификации к ней относится примерно шесть десятков рынков) характерна существенно большая колеблемость, чем для стабильных рынков индустриальных стран.

Темпы роста основного сегмента российского рынка капитала — рынка государственных ценных бумаг в течение 1995 г. в несколько раз опережают инфляцию. Этот фактор и увеличение доходов бюджета все больше отрывают рынок от его доходной базы. В связи с тем, что 1996 г. оказался насыщен политическими рисками, с учетом предполагаемого Минфином снижения доходности по государственным бумагам, поддержание устойчивости этого рынка будет сложной задачей.

• Велики шансы, что будет продолжаться тенденция к "захлопыванию" российской экономики и замедлению (или даже прекра­щению) ее реинтеграции в мировое хозяйство в качестве открытой либеральной агрессивно растущей экономики. Такая тенденция предполагает сжатие рынка капиталов, переход к прямым (бюджет, централизация кредитов) методам распределения денежных ресур­сов. Отсутствие иностранных капиталов, сокращение денежного спроса и предложения ценных бумаг внутри страны, уход с рынка наиболее активных его участников — все эти признаки разрушающегося рынка могут привести к значительным колебаниям его ликвидности и курсовой стоимости ценных бумаг.

• Низкий уровень капитализации российских финансовых институтов, нарастающие портфели плохих активов и инвестиций, связанных со спекуляцией недвижимостью и ценными бумагами, могут не позволить абсорбировать финансовые риски при крупных колебаниях рынка и тем самым усилить нестабильность.

Важнейшей характеристикой экономического роста и инвестиционной активности в странах с развитой рыночной экономикой является капитализация (фондового рынка, под которой понимается стоимость всех обращающихся на нем ценных бумаг исходя из их рыночной оценки. До осеннего кризиса 1997 г., по имеющимся данным, капитализация российского рынка корпоративных ценных бумаг находилась на уровне 140-170 млрд. долл., почти в три раза превышая соответствующий показатель 1996 г. Кроме того, в 1997 г. емкость рын­ка корпоративных ценных бумаг превосходила емкость рынка государственных ценных бумаг. В настоящее время вследствие усиления кризиса капитализация как корпоративных, так и государственных ценных бумаг резко снизилась и с трудом поддается оценке. Применительно к фондовому рынку глубина кризиса выражается, в частности, в том, что с момента его начала (октябрь 1997 г.) по август 1998 г. курсы акций российских предприятий упали в 5-6 раз, а доходность ГКО возросла до 200 %, что способствовало значительному увеличению государственного долга, приведя к фактической невозможности его оплаты (дефолту) и реальной девальвации рубля. Воспрепятствовать последней не смогли и периодические изменения Банком России ставки рефинансирования. В результате кризиса снизилась капитализация ведущих российских компаний. Например, рыночная стоимость РАО "ЕЭС России" уменьшилась на 3 млрд. долл.

Непосредственное влияние на привлечение инвестиций в реальный сектор экономики оказывает рынок корпоративных ценных бумаг и в первую очередь динамика курсов акций предприятий. При этом большое значение имеют тенденции мировых фондовых рынков, поскольку спрос на российские акции существенно (не менее чем на 1/3, а по некоторым оценкам, даже до 80 %) зависит от активности иностранных инвесторов, снизившейся в результате мирового финансового кризиса. Помимо последнего, резкому падению курса российских акций способствовали следующие факторы:

- раскол политической элиты и несогласованность действий различных ветвей власти;

- финансовый кризис, значительный бюджетный дефицит и рост государственного долга (в том числе по ценным бумагам нерезидентов) при отсутствии заметных позитивных сдвигов в реальном секторе экономики России;

- объективная заинтересованность банков в понижении котировок ГКО и росте их доходности, отсутствие у них средств в результате прекращения торгов на рынке ГКО в настоящее время;

- нецелевое использование бюджетных средств, незавершенность перехода к казначейской системе обслуживания бюджета;

- недостаточная нацеленность проводимой экономической и финансовой политики на рост производства, отсутствие реальных результатов проводимых стабилизационных мероприятий;

- существенное снижение мировых цеп на нефть и другие сырьевые товары;

- законодательное ограничение доли нерезидентов в уставном капитале ценных бумаг РАО "ЕЭС России" 25 % (фактически она уже равна 30 %). При этом оборот ценных бумаг РАО составляет 40 % оборота РТС;

- серьезные убытки, понесенные иностранными инвесторами в Юго-Восточной Азии, и конкуренция фондовых рынков развивающихся стран.

Резкое ухудшение ситуации на фондовом рынке России привело к снижению ее кредитного рейтинга известными рейтинговыми агентствами Moody's Standard & Poor's и fitch IBCA, а также к снижению аналогичного рейтинга 14 ведущих российских банков агентством Moody's, что создало дополнительные трудности, как для иностранных, так и для отечественных инвесторов. Вместе с тем, несмотря па серьезное падение рынка корпоративных ценных бумаг, имеются известные основания для оптимизма в отношении его будущих тенденций.

Во-первых, важным фактором возобновления роста курса акций является их педооцененность (по последним данным, в 1,5-2 раза). Наиболее вероятен рост курса акции предприятий сферы телекоммуникаций, а также тесно связанных с отечественным капиталом - металлургии, машиностроения, лесной промышленности, пароходств и авиакомпаний. Успешному инвестированию в недооцененные акции будет, в частности, способствовать интеграция России в систему global custody с резервным фондом в 3 трлн. долл., предусматривающую покупку ценных бумаг в режиме реального времени, страхование сделок, защиту от разорения в случае резких колебаний на финансовых и фондовых рынках. В настоящее время в целях активизации иностранного инвестирования в российские регионы принято решение о создании межрегионального кастоди-центра.

Во-вторых, необходимо иметь в виду относительную развитость инфраструктуры российского рынка ценных бумаг, подкрепленную активной деятельностью ФКЦБ но защите нрав инвесторов и эмитентов, совершенствованию эмиссии, достижению информационной "прозрачности" и т.д.

В-третьих, следует учитывать проведение мероприятий по ликвидации финансового кризиса путем реструктуризации заимствований 15 пользу займов с более длительным сроком и меньшими процентами как на внутреннем, так и па внешнем рынке, минимизации бюджетного дефицита на основе программы сокращения расходов и увеличения сбора налогов.

Нужно также иметь в виду, что реструктуризация рынка государственных ценных бумаг не приведет к автоматической переориентации банковских вложении на реальный сектор экономики. Для этого необходимы большие стимулы, включая соответствующие налоговые льготы как банкам, так и предприятиям. В данной связи важнейшее значение имеет разработка конкурентоспособных инвестиционных проектов. Вложения в реальный сектор должны обеспечивать сопоставимую но сравнению с валютными активами или размещением капитала за рубежом доходность в условиях долгосрочной стабильности.

Можно назвать и другие (факторы, содействующие расширению инвестиционных возможностей страны: концентрацию банковского капитала путем создания пулов и холдингов; развитие коллсктивно-1.о инвестирования; правительственную инициативу но отмене принятого Государственной думой РФ ограничения на право владения нерезидентами акциями РАО "ЕЭС России" и внесению необходимых поправок 15 соответствующий закон; наличие значительных свободных средств v западных инвесторов, рассматривающих российский фондовый рынок как перспективный (в связи с этим отметим, что, согласно недавно проведенному рейтингу инвестиционных возможностей, несмотря на все кризисы Россия опережает страны с развивающимися рынками); эффективность деятельности и вероятный рост вновь созданных компаний. Например, с начала года котировки акций молодой телекоммуникационной компании "Би Лайн" выросли на 40 %.

Помимо перечисленных факторов, может сыграть свою роль проведение некоторых регулирующих мероприятий, например, установление ФКЦБ торгового "коридора" на фондовых биржах, контроля НА-УФОР (Национальная ассоциация участников фондового рынка) за манипулированием ценами на фондовом рынке, обязательность вступления участников рынка в СРО (саморегулируемые организации) а также более четкая законодательная регламентация действий в кризисных ситуациях. Представляется актуальным и совершенствование налогового законодательства, в частности, Совет Федерации уже принял поправки к закону РФ "О налоге на прибыль предприятий и организаций", согласно которым убытки от операций с ценными бумагами, фьючерсными и опционными контрактами будут вычитаться из налогооблагаемой прибыли.

Важное значение возможно будет иметь оптимальное сочетание сделок на фондовом рынке с немедленным и срочным исполнением. Целесообразны также ужесточение условий включения акций предприятий в листинг бирж, принятие мер по повышению индивидуальной и коллективной ответственности биржевых посредников (дилеров) за осуществление операций.

В свете кризиса на отечественном фондовом рынке представляет интерес опыт разработки сценариев долгосрочного развития рынка ценных бумаг в странах с давно сформировавшейся рыночной экономикой. Так, например, инвестиционный банк Merrill Lynch прогнозировал различные варианты перспективной динамики рынка корпоративных ценных бумаг и структуры инвестиционного портфеля с учетом доли размещенных в США и за рубежом акций, а также облигаций и наличных денег у населения, деятельности пенсионных фондов, функционирования развитых и развивающихся фондовых рынков в различных странах. На основе подобной практики правомерна большая диверсификация инвестиционного портфеля российских инвесторов, достигаемая, в частности, путем развития рынка корпоративных облигаций, характеризующегося разными сроками погашения и процентными ставками. Заметим, что в настоящее время корпоративные облигации эмитированы примерно двадцатью компаниями, а также "Мост банком". ФКЦБ приняла ускоренную процедуру их регистрации но сравнению с акциями.

Использование облигационных займов даст предприятиям возможность привлечь инвестиции для финансирования оборотных средств в качестве предпосылки последующего расширения основного капитала на более льготных условиях по сравнению как с банковскими кредитами (меньший процент и больший срок погашения), так и с акциями. Последнее означает, что инвесторы не будут обладать правом собственности на имущество предприятия и не смогут вмешиваться в управление им. В то же время названные факторы уменьшают привлекательность облигаций для инвесторов, что предопределяет необходимость более тщательной подготовки займов и проведения мероприятий по их успешному размещению. Реализация предложения об уменьшении налогооблагаемой базы на величину займов, выручка от которых на правляется на расширение производства, будет способствовать росту заинтересованности предприятий в таких мероприятиях.

Особенно важное значение будет иметь развитие рынка корпоративных ценных бумаг и усиление инвестиционной активности в условиях перехода правительства РФ и Байка России 17 августа 1998 г. к политике "плавающего" курса рубля в рамках новых границ валютного "коридора" (6-9,5 руб. за 1 долл. США) в целях преодоления финансового кризиса. Положительными аспектами такого перехода представляются вероятный рост курса акций предприятий экспортных отраслей " ТЭК и цветной металлургии, а в более отдаленной перспективе акции предприятий, ориентированных на отечественный рынок в, связи с повышением их конкурентоспособности. Большую роль возможно будут играть сделки со срочным исполнением. Улучшение положения с выплатой зарплаты и пенсий позволит переключить полученные от эмиссии ценных бумаг средства на инвестиции. Вместе с тем необходимо учитывать вероятность роста процентных ставок вследствие возможного увеличения инфляции, трудности, испытываемые банковской системой, неопределенность положения на рынке государственных ценных бумаг, усиление недоверия со стороны иностранных инвесторов. В связи с этим потребуется разработка прогноза и новой финансовой стратегии в области соотношения процентных ставок, курса рубля и темпов инфляции, а также ориентация па появление эффективных финансовых инструментов, способствующих пополнению бюджетных доходов и улучшению обслуживания государственного долга.

Указанные выше предпосылки роста инвестиций макроэкономического характера могут быть действенными лишь при одновременном осуществлении необходимых мероприятий микроэкономического плана: реформы предприятий, повышения их восприимчивости к инвестиционным кредитам и инвестициям в целом. Помимо предусмотренного концепцией реформы предприятий введения стандартов раскрытия информации о ценных бумагах, в число таких мероприятий целесообразно включить:

- создание Минфином системы банков - гарантов реструктуризации предприятий, использование ими заемных средств на оказание необходимых консультационных услуг;

- совершенствование инвестиционных институтов, уже действующих в рамках инфраструктуры фондового рынка, и создание при необходимости новых;

- проведение конкурсов инвестиционных программ при реструктуризации предприятий и конкурсов на доверительное управление реструктурируемыми предприятиями.

4.2 Варианты развития российского рынка капиталов

Ни один из приведенных ниже сценариев не будет реализован в чистом виде. Потребность в инвестициях и реконструкции хозяйства настолько велика, что неизбежно обращение к иностранному капиталу, при любом раскладе событий должны сохраниться островки либеральной и открытой экономики. Рассмотрим различные варианты развития событий.

Возврат к директивной экономике

Если в хозяйстве России в ближайшие два-три года будут усиливаться централизованное руководство, плановое начало, если государство будет сохранять или даже расширять свою собственность, то неизбежно восстановление монобанковской системы (если даже формально она будет двухуровневой), дальнейшее огосударствление денежных ресурсов и финансово-кредитных отношений. Неизбежной станет все более жесткая регламентация обращения наличной денежной массы и сферы финансов.

Рынок ценных бумаг постепенно прекратит свое существование. Могут остаться внешние облигационные займы и нерыночные облигации для населения. "Все государственные займы, заключенные правительствами российских помещиков и российской буржуазии... аннулируются (уничтожаются)" (Декрет ВЦИК от 3 февраля 1918 г.); "Все сделки с ценными бумагами воспрещаются" (Декрет СНК от 5 декабря 1918 г.); "Все банковские акции аннулируются и всякая выплата дивидендов по ним безусловно прекращается" (Декрет СНК от 5 февраля 1918г.).

Может начаться административное сокращение сети акционерных коммерческих и восстановление крупнейших государственных банков для финансирования казенного хозяйства. Де-факто и де-юре постепенно начнет восстанавливаться монополия государства на ведение банковского дела. Банки вновь вероятно станут частью государственного аппарата надзора за деятельностью предприятий. Исчезнет почва для существования институтов рынка ценных бумаг и институциональных инвесторов (пенсионных и инвестиционных фондов, частных страховых компаний). Станут ненужными рыночные способы аккумуляции через них денежных ресурсов.

Экономический рост возможно будет возобновлен за счет административ­ного перераспределения денежных средств в пользу государства, возобновления бюджетных инвестиций, накачки денежной массы и постоянно включенной на первых порах инфляции. Экономический рост будет иметь преимущественно экстенсивный характер, вновь начнет возрастать милитаризованность экономики.

Вопрос о денежных ресурсах перестанет быть актуальным. Их движение будет отражать административное распределение материальных фондов с высокой степенью автоматизма в бюджетном и кредитном финансировании, с использованием преимущественно внеэкономических критериев для распределения денежных ресурсов.

Этот вариант возможен в случае прихода к власти политических сил, ориентирующихся на директивную экономику и возврат к социализму образца 50—70-х годов. При этом — в силу закрытости экономики — Россия не решит ни технических, ни технологичес­ких задач, ни проблем качества жизни.

Фундаменталистская экономика

Этот вариант возможен при приходе к власти сил, ориентирующихся на национальную модель капитализма, замкнутую в религиозном и идеологическом отношениях монокультурную страну ("патриотический" блок).

В экономике это означает сохранение переходного и закрытого характера экономики страны при сильной роли государства как производителя и собственника, стагфляцию, отсутствие долгосрочной политики реформ, более быстрый переход России в категорию развивающихся государств.

В этом случае может быть сохранен смешанный, переходный характер финансовой системы России, повторяющей сейчас в основных чертах финансовые системы стран третьего мира.

Имеются в виду: гипертрофированная роль бюджета и Центрального банка в финансовых ресурсах страны; слишком большая доля собственности государства и крупных предприятий в капиталах финансовых институтов; огромные программы централизованного дотационного кредитования и финансирования приоритетных секторов экономики, минуя рынок ценных бумаг; масштабное и дешевое финансирование через банки и рынок государственных ценных бумаг дефицитного бюджета; продолжающаяся сильная инфляция в денежной сфере; слабость государственного надзора за инвестиционными институтами и банками при нарастании удельного веса плохих кредитов и инвестиций в их активах, периодические крупные банкротства финансовых институтов; ограниченный доступ для иностранного капитала, протекционизм, направленный против иностранных финансовых институтов; крайне небольшие объемы иностранных инвестиций, преимущественно в сырьевой сектор; очень незначительные объемы рынка ценных бумаг, его низкая ликвидность при наполнении преимущественно государственными ценными бумагами, низкий уровень развития инфраструктуры финансового рынка.

Все это — показатели провинциализма рынка ценных бумаг и банковской системы, их обреченности на отставание, обслуживание закрытой и слабой экономики, исповедующей исключительно национальные ценности и исторические особенности, выбор "особого русского пути".

При этом не будет решен вопрос о перераспределении денежных ресурсов в пользу инвестиций, о внутренних финансовых источниках для возобновления экономического роста. Если даже удастся частично улучшить структуру денежных ресурсов, в какой-то мере остановить их проедание текущим бюджетом, то это будут лишь частичные, с постоянными колебаниями улучшения, создающие недостаточные стимулы к экономическому Либеральная экономика

Третий сценарий связан с продолжением рыночных реформ в стране, все большей открытостью и либеральностью экономики, когда учитываются не только собственные, но и наднациональные интересы.

В этом случае российская финансово-банковская система будет активно интегрироваться в международное сообщество. Такой подход означает не только стремление к сохранению научно-технического и производственного потенциала России, но и строительство агрессивной, экспортоориентированной экономики, обеспечивающей максимально высокий уровень жизни и образования граждан. Предполагается, что политическая власть будет в руках праводемократических или правоцентристских сил.

При этом крайне важно, чтобы политика стабилизации сменилась политикой экономического роста. Это будет означать:

• акцент на инвестиции, на агрессивный рост, на рынок "хороших новостей" с 2—3-летним ростом курсовой стоимости, сокращение рынка государственных ценных бумаг, выкачивания Правительством денежных ресурсов в ущерб инвестициям,

• пересмотр практики приватизации, прекращение продажи за бесценок российских предприятий (как условие прихода в Россию неспекулятивных иностранных инвестиций);

• облегчение налогового бремени (по оценке, сейчас изымается более 60 % прибыли по сравнению с 50—55 % в социалистической экономике начала 80-х годов);

• по мере проведения денежной реформы стимулирование роста мерами денежной политики и умеренной инфляцией;

• акценты на долгосрочное развитие рынка ценных бумаг и финансовых институтов при сокращении доли кредитного рынка (более 90 % которого составляют краткосрочные ссуды), становление масштабного и ликвидного рынка корпоративных ценных бумаг;

• запуск крупных инвестиционных программ (экспортные производства, дороги, жилищное строительство, автомобилестроение и т. д.), связанных с улучшением качества жизни населения. Для выполнения этих программ наравне с государственными средствами могут использоваться частные;

• ограничения на достигнутом уровне военных расходов при развитии экспортных военных производств;

стимулирование массового экспорта, прежде всего его несырьевой составляющей.

В этой связи финансовый рынок должен во все большей мере приобрести черты финансовых рынков индустриальных стран. Он может стать более насыщенным финансовыми активами экономики (отношение чистых финансовых активов к ВНП может составлять 160—300 % вместо 20—80 % в развивающихся странах и 70—80 % в России); сократится доля банков в финансовых активах (с 80— 90 %, что соответствует развивающимся странам, до 40—50 %). Вероятно будет увеличиваться доля институтов ценных бумаг институциональных инвесторов (последние составят 15—30 %) а также доля долгосрочных финансовых активов и снизится роль кредита в финансовом хозяйстве, будет нарастать капитализация финансовых институтов, сократится доля Центрального банка в финансовых активах (с более чем 50 до 3—8 %), что соответствует практике индустриальных стран с рыночной экономикой, возрастут обороты корпоративного рынка ценных бумаг.

Наиболее вероятный вариант:

эклектичная экономика

Судя по последним политическим событиям в России, реальными шансами на власть обладают силы, ориентирующиеся на полный или частичный возврат к директивной экономике, на ее значительно большую закрытость, на расширение государственной собственности, на предотвращение бегства капитала и т.д. В той мере, в какой они будут использовать национальные лозунги, в их экономической политике могут возникать задачи из лексикона фундаменталистской экономики (скажем, опоры на "здоровый" национальный капитал в борьбе с западным влиянием).

Острейший дефицит финансовых ресурсов внутри страны может принудить оставить островки либеральной экономики с тем, чтобы только как "временные компромиссы и отступления при сохранении командных высот" привлечь иностранные инвестиции. Ведь иного пути нет, если перед страной стоит задача очередного технологического рывка. Не исключено также, что в политике новых властей проглянут вдруг программы левых социалистов, не отрицающих парламентаризм и рынок, или даже китайский вариант строительства рыночной экономики. Кроме того, переходный период к государственной экономике при достигнутых масштабах приватизации и вовлеченности иностранного капитала в российскую собственность должен занять не менее 1,5—2 года. Вряд ли сейчас рынок будет уничтожен несколькими декретами, как это было в 1917— 1918 гг.

Соответственно объемы, структура и текущая конъюнктура российского рынка ценных бумаг будут в полной мере определяться тем смешением директивной, фундаменталистской и в отдельных звеньях либеральной экономики, которое, возможно, будет составлять основу российского хозяйства.

В той мере, в которой они будут смешаны друг с другом, и будут действовать тенденции угасания, провинциальности или возрождения российского рынка, рассмотренные выше. Рынок мозаичный и эклектичный, рынок, как зеркало отражающий борьбу различных политических тенденций в обществе, рынок с огромным диапазоном колебаний — таким будет российский рынок ценных бумаг в ближайшие годы.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Данная дипломная работа посвящена проблемам российского фондового рынка и перспективам его развития. Были рассмотрены основные понятия рынка ценных бумаг. В частности ценные бумаги представляют собой документы, имеющие юридическую силу, составленные по установленной форме и дающие их владельцам односторонний стандартизированный набор прав по отношению к лицам, выпустившим эти документы (эмитентом ценных бумаг), возможность передачи данных документов при соблюдении заранее оговоренных условий, но без согласия эмитентов другому лицу вместе со всем комплексом заключенных в них прав.

В данной работе проведена классификация ценных бумаг. Российский рынок ценных бумаг был рассмотрен на примере рынка акций, так как это наиболее распространенный в России вид ценных бумаг. Затронуты проблемы нормативного регулирования российского фондового рынка. В число нормативных актов входят ГКРФ, а также федеральные законы.

Также были рассмотрены исторические предпосылки создания фондового рынка и периода его развития, начиная с царской России. В дипломной работе приведены основные функции рынка ценных бумаг.

В данной работе проведен анализ российского фондового рынка с 1997 по 2000 год в результате чего было выявлено, что развитие рынка ценных бумаг протекает неоднозначно. В 1998 г. на фондовом рынке, как и во всей экономике России произошел кризис. В результате чего резко снизились объемы продаж акций на всех ведущих торговых площадках, так например, в РТС объем продаж снизился с 800 млн. долл. в июне 1998 года до 100 млн. долл. в сентябре. Аналогичная ситуация наблюдалась и на другой торговой площадке ММВБ. Однако с декабря 1998 года начинается рост объемов продаж со 100 млн. долл. в декабре 1998 года до 300 млн. долл. в марте 1998 года, а в дальнейшем этот рост становится все более заметным и в конце декабря объем продаж достигает 600 млн. долл. кризис повлиял также на лидеров продаж в РТС. У всех ведущих эмитентов наблюдается резкий спад объемов продаж, а некоторые компании просто ушли из списков лидеров, к числу таких компаний можно отнести Газпром. События кризиса позволили наиболее отчетливо выявить "болевые точки" современного состояния фондового рынка России, а также недостатки в регулировании. К числу такого рода "болевых точек" следует отнести:

* Неравномерность распределения финансовых ресурсов;
* Недостаточное число финансовых инструментов и их видов, позволяющих осуществлять эффективное размещение капиталов;
* Отсутствие всеобъемлющей системы защиты прав инвестрово;
* Зависимость фондового рынка от нерезидентов

Однако, несмотря на кризис на фондовом рынке с 1995 года значительно возрос объем сделок с акциями за рубежом, как сделок российских инвесторов с американскими акциями, так и американских инвесторов с российскими акциями. Увеличение произошло со 123 млрд. долл. в 1995 году до 643 млрд. долл. в 1999 году в первом случае и с 27 млрд. долл. в 1995 году до 1221 млрд. долл. в 1999 году во втором случае. В 2000 году этот рост в обоих случаях продолжался. Однако несмотря на все изменения произошедшие с 1998 года структура торгов в РТС в процентном отношении практически не изменилась на 1998 год "голубые фишки" составили 91 % и 9% прочие акции и на 2000 год 93 % "голубые фишки" и 7 % прочие акции. Однако несмотря на незначительные изменения структуры торгов в процентном отношении она существенно изменилась в денежном выражении.

Если говорить о крупнейших акционерах, то львиную долю фондового рынка (около 78 %) занимают предприятия энергетики, за ними на значительном расстоянии следуют физические лица (около 15 %) и затем прочие юридические лица (около 7 %). То есть предприятия фактически являются монополистами на фондовом рынке России. Таким образом российский фондовый рынок - это развивающийся рынок. Существуют перспективы развития российского рынка ценных бумаг, а также варианты развития российского рынка капиталов.

Для дальнейшего развития рынка ценных бумаг России должна быть прекращена спекулятивная практика сбыта за бесценок акций российский экспортных предприятий. Экономика должна приобрести агрессивный экспортоориентированный характер, необходимо увеличить концентрацию банковского капитала путем создания пулов холдингов. Для переориентации банковских вложений на реальный сектор экономики необходимы большие стимулы включая соответствующие налоговые льготы как банкам, так и предприятиям. Указанные выше предпосылки роста инвестиций могут быть действенными лишь при одновременном осуществлении реформы предприятий, повышения их восприимчивости к инвестиционным кредитам и инвестициям в целом. Помимо предусмотренного концепцией реформы предприятий введения стандартов раскрытия информации о ценных бумагах, в число таких мероприятий целесообразно включить:

* Создание Минфином системы банков- гарантов реструктуризации предприятий, использование ими заемных средств на оказание необходимых консультационных услуг;
* Совершенствование инвестиционных институтов уже действующих в рамках инфраструктуры фондового рынка, и создание при необходимости новых;
* Проведение конкурсов инвестиционных программ при реструктуризации предприятий и конкурсов на доверительное управление реструктурируемым предприятием.

Что касается вариантов развития российского капиталов, то существуют следующие возможности:

* Возврат к директивное экономике. То есть полная монополия государства;
* Фундаменталистская экономика, то есть сохранение переходного и закрытого характера экономики страны при сильной роли государства;
* Либеральная экономика. То есть продолжение рыночных реформ в стране со все большей открытостью и либеральностью экономики, когда учитываются не только собственные, но наднациональные интересы;
* Эклектичная экономика - это смешанная форма всех предыдущие вариантов развития.

Так как рынок ценных бумаг является относительно новой сферой экономики, то его дальнейшее развитие вызывает интерес как у эмитентов, так и у инвесторов. В связи с тем, что в настоящее время фондовый рынок России динамично развивается, то это дает большие возможности для развития экономики нашей страны.

ЛИТЕРАТУРА

1. Алексеев М.И. Рынок ценных бумаг. - М.: Финансы и статистика. 2000. - 206с.
2. Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг. - М.: Финансы и статистика 1995. - 158с.
3. Балабанов В.С. Рынок ценных бумаг М.: Финансы и статистика. - 1991.
4. Баранов А. Фондовые индексы в иссследовании рынка акций нефтяных компаний // Рынок ценных бумаг. - № 11. - 1995.
5. Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело М.: ИНФАР-М. - 2000.
6. Витин А. Рынок ценных бумаг и инвестиции: кризис и предпосылки его преодоления // Вопросы экономики. - 1998. - № 9. - с. 136-147.
7. Глущенко В.В. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. Системный подход М.: ТОО НПЦ Крылья. - 1999.
8. Дуглас Ливинский Г. "Анализ рисков операций с облигациями на рынке ценных бумаг М.: Филин. - 1998.
9. Едранова В.Н., Мизиковский В.А.. Учет и анализ финансовых активов: акции облигации векселя. М.: Финансы и статистика. - 1995
10. Захаров А. Состояние и перспективы развития рынка ценных бумаг России. // Право и экономика . - 1998 - № 1.- с 69-75.
11. Кафиев Ю Что значат итоги 1999 г. для российского рынка акций // Рынок ценных бумаг. - № 3. - 2000г.
12. Килячков а.А., Чалдаева Л.А. Практикум по российскому рынку ценных бумаг М.: БЕК.- 1997.
13. Лусников А. Реалии и илюзии российского фондового рынка // Рынок ценных бумаг .- № 3 (162). - 2000.
14. Майоров Д. Что принесет 2001 год российскому фондовому рынку? // Рынок ценных бумаг. - № 5(188). - 2001.
15. Меньшиков И.С. Финансовый анализ ценных бумаг М.: Финансы и статистика. - 1998.
16. Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок М.: Перспектива .- 1995г.
17. Миркин Я.М Сделки с акциями за рубежом// Рынок ценных бумаг. - № 19 (178). - 2000.
18. Райзберг Б.А. Курс экономики М.: ИНФРА-М. - 1997.
19. Рынок ценных бумаг. Шаг России в информационное общество. / под ред. Н.Т. Клещева М.: Экономика. - 1997
20. Рынок ценных бумаг / под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. М.: Финансы и статистика. - 1996.
21. Рынок ценных бумаг (нормативные документы). М.: Финансы и статистика. - 1993.
22. Савенко В.Н. Ценные бумаги В России М.: Концерн банковский деловой центр. - 1998.
23. Сафранчук М. И Стрелец И. Рынок ценных бумаг //Наука и жизнь. - № 9. - 1993
24. Таранков В.. Ценные бумаги Государства Российского Тольятти. - 1992.
25. Цнные бумаги / под ред. В.И. Колесникоа, В.С. Торкановского М.: Финансы и статистика. - 1999
26. Экономика и жизнь июнь 2000г. - № 24. С 7
27. Экономика и жизнь сентябрь 2000г. - № 24. С 3
28. Экономика и жизнь август 2000г. - № 24. С 6
29. Экономика и жизнь февраль 2000г. - № 24. С 6
30. Экономика и жизнь январь 1998г. - № 24. С 6