**План**

1. Функции, структура и регулирование рынка ценных бумаг...3
2. Функции и структура рынка ценных бумаг…………………..3
3. Государственное регулирование рынка ценных бумаг…….10
4. Участники рынка ценных бумаг……………………………..14
5. Брокер………………………………………………………….14
6. Дилер…………………………………………………………...15
7. Инвестиционный фонд………………………………………..16
8. Фондовая биржа……………………………………………….22
9. Фондовый рынок – как фактор удвоения ВВП……………...29
10. Условия для роста……………………………………………..29
11. Корпоративные облигации……………………………….......32
12. «Подводя итоги»……………………………………………....39
13. Список литературы…………………………………………....42

**I. Функции, структура и**

**регулирование рынка ценных бумаг**

**I.1. Функции и структура рынка ценных бумаг**

Рыночная экономика представляет собой совокупность различных рынков. Одним из них является финансовый рынок. Финансовый ры­нок — это рынок, который опосредует распределение денежных средств между участниками экономических отношений. Образно его можно сравнить с сердцем экономики, так как с его помощью моби­лизуются свободные финансовые ресурсы и направляются тем лицам, которые могут ими наиболее эффективно распорядиться. Главным образом на финансовом рынке изыскиваются средства для развития сферы производства и услуг.

Одним из сегментов финансового рынка выступает рынок ценных бумаг (РЦБ) или фондовый рынок. РЦБ — это рынок, который опо­средует кредитные отношения и отношения совладения с помощью ценных бумаг. Особенностью привлечения финансовых средств с по­мощью ценных бумаг является то, что, как правило, они могут сво­бодно обращаться на рынке. Поэтому лицо, вложившее свои средства в какое-либо производство посредством приобретения ценных бумаг, может вернуть их (полностью или частично), продав бумаги. В то же время его действия не затрагивают и не нарушают сам процесс про­изводства, так как деньги не изымаются из предприятия, которое продолжает функционировать. Возможность свободной купли-продажи ценных бумаг позволяет вкладчику гибко определять время, на которое он желает разместить свои средства в тот или иной хозяй­ственный проект.

Появление и развитие РЦБ связано с ростом потребности в при­влечении финансовых средств в связи с расширением производствен­ной и торговой деятельности. По мере увеличения масштабов произ­водства средств одного или нескольких предпринимателей становилось уже недостаточно для его развития. Поэтому возникала необходимость привлечения финансовых средств широкого круга лиц. В 19 в. значительный импульс РЦБ получил в связи с активным строительством железных дорог, требовавшим больших денежных затрат.

Появление ценной бумаги как инструмента привлечения финансо­вых ресурсов позволяет вкладчику в определенной степени решать проблему риска, связанного с хозяйственной деятельностью, посред­ством приобретения такого количества ценных бумаг, которое отве­чает стабильности его финансового положения. Если какое-либо ли­цо готово пойти на значительный риск, оно купит большой пакет ценных бумаг, в противном случае — ограничится одной или несколькими бумагами. Данное качество ценной бумаги играет большую роль в финансировании венчурных (рискованных) пред­приятий, занимающихся новыми разработками. Получить кредит в банке для таких целей не всегда возможно: банки большей частью консервативные организации и требуют обеспечения своих кредитов. Выпуск акций под рискованные проекты позволяет финансировать новые предприятия. Вкладчики идут на большой риск, но в случае успеха их ожидают и большие доходы. Например, такое предприятие как IBM впервые появилось как венчурное. Таким образом, наличие РЦБ позволяет расширить финансирование научно-технического прогресса общества.

Для увеличения круга потенциальных вкладчиков могут выпус­каться очень дешевые бумаги. В результате открывается возможность максимизировать масштабы привлечения денежных средств, охваты­вая и небогатые слои населения.

Подводя итог изложенному выше, можно сказать, что первая функция фондового рынка состоит в мобилизации средств вкладчиков для целей организации и расширения масштабов хозяйственной дея­тельности. Вторая функция — информационная — ситуация на фон­довом рынке сообщает вкладчикам информацию об экономической конъюнктуре и дает им ориентиры для размещения своих капиталов. Данная информация представлена в курсовой стоимости ценных бу­маг. Например, если цена акции какого-либо предприятия растет, как правило, это говорит о хороших перспективах его хозяйственной деятельности и, наоборот. Аналогичная параллель справедлива и в отношении состояния фондового рынка и экономики в целом. Паде­ние курсовой стоимости ценных бумаг предвещает спад деловой ак­тивности и, наоборот. Из данного правила случаются исключения, однако большей частью фондовый рынок верно определяет вектор экономического движения. Таким образом, ситуация на фондовом рынке сигнализирует о будущем состоянии экономики. Такая после­довательность и связь между фондовым рынком и экономической конъюнктурой возникает потому, что вкладчики, стремясь предви­деть будущие результаты деятельности того или иного предприятия, находятся в процессе постоянного поиска и анализа информации. Ес­ли полученная информация положительна, они покупают соответ­ствующие ценные бумаги, в противном случае — продают. В резуль­тате курсовая стоимость ценной бумаги начинает изменяться уже до того момента, как станут известны окончательные итоги деятель­ности данного предприятия.

Состояние фондового рынка играет важное значение для стабиль­ного развития экономики, его крах, т.е. сильное падение курсовой стоимости ценных бумаг за короткий промежуток времени, может вызвать застой в экономике. Это объясняется тем, что падение стои­мости ценных бумаг делает вкладчиков абсолютно беднее. Как след­ствие, они сокращают свое потребление, спрос на товары и услуги падает, у предприятий накапливается нереализованная продукция, они начинают сокращать производство и увольнять работников, что еще больше сокращает уровень потребления. Кроме того, падение курсовой стоимости уменьшает возможности предприятий аккумули­ровать необходимые им средства за счет выпуска новых бумаг.

В составе РЦБ выделяют денежный рынок и рынок капитала. Де­нежный рынок — это рынок, на котором обращаются краткосрочные ценные бумаги. Временным критерием обычно считается один год. Если бумага будет обращаться на рынке не более года, она рассмат­ривается как инструмент денежного рынка. В то же время такие бу­маги как вексель или банковский сертификат также относят к ин­струментам денежного рынка, хотя они могут обращаться и больше одного года. Денежный рынок служит для обеспечения потребностей хозяйствующих субъектов в краткосрочном финансировании.

Рынок капитала — это рынок, на котором обращаются бессрочные ценные бумаги или бумаги, до погашения которых остается более года. В качестве примера можно назвать акцию. Рынок капитала служит для обеспечения потребностей хозяйствующих субъектов в долго­срочном финансировании.

По организационной структуре РЦБ делят на первичный и вто­ричный рынки. Первичный рынок — это рынок, на котором происхо­дит первичное размещение ценной бумаги. Любая ценная бумага про­дается первый раз на первичном рынке. Таким образом, термин «первичный рынок» относится к продаже новых выпусков ценных бумаг. В результате продажи бумаг на первичном рынке лицо их выпустившее получает необходимые ему финансовые ресурсы, а бумаги поступают в руки первоначальных держателей. Таким образом, функция первичного рынка состоит в мобилизации новых капиталов. Ценные бумаги главным образом выпускаются юридическими лица­ми. В то же время такая бумага как вексель может быть выписана и физическим лицом. Лицо, выпускающее ценные бумаги, называют эмитентом, а выпуск бумаг — эмиссией. Лицо, приобретающее цен­ные бумаги; именуют инвестором. На фондовом рынке главными по­купателями бумаг выступают юридические лица, прежде всего банки, страховые организации, инвестиционные, пенсионные фонды, так как именно они располагают наибольшей суммой средств. На фондо­вом рынке существует термин «институциональный инвестор», кото­рый относится к специалистам, управляющим чужими активами, или обозначает организации, главный вид деятельности которых — при­обретение финансовых активов за счет привлеченных средств.

После того как первоначальный инвестор купил ценную бумагу, он вправе перепродать ее другим лицам, а те, в свою очередь, сво­бодны продавать их следующим вкладчикам. Первая и последующие перепродажи ценных бумаг происходят на вторичном рынке. Вто­ричный рынок — это рынок, на котором происходит обращение цепных бумаг. На нем уже не происходит аккумулирования новых финансо­вых средств для эмитента, а наблюдается только перераспределение ресурсов среди последующих инвесторов. Вторичный рынок, являясь механизмом перепродажи, позволяет инвесторам свободно покупать и продавать бумаги. При отсутствии вторичного рынка или его сла­бой организации последующая перепродажа ценных бумаг была бы невозможна или затруднена, что оттолкнуло бы инвесторов от по­купки всех или части бумаг. В итоге общество осталось бы в проиг­рыше, так как многие, особенно новейшие, предприятия и начинания не получили бы необходимой финансовой поддержки.

В структуре вторичного рынка выделяют биржевой и внебирже­вой рынки. Биржевой рынок представлен обращением ценных бумаг на биржах. Внебиржевой рынок охватывает обращение бумаг вне бирж. Такое деление вторичного рынка связано с тем, что не все цен­ные бумаги могут обращаться на бирже. Исторически вначале возник внебиржевой рынок. В последующем рост операций с ценными бума­гами потребовал организации более упорядоченной торговли. В ре­зультате появились фондовые биржи. Кратко фондовую биржу мож­но определить как организованный рынок ценных бумаг. Это означает, что существует определенное место, время и правила тор­говли ценными бумагами. Классическая фондовая биржа представля­ет собой здание с операционным залом, где заключаются сделки с ценными бумагами. Прогресс компьютерных и информационных технологий привел к появлению электронных бирж. Электронная биржа — это компьютерная сеть, к которой подключены терминалы компаний-членов биржи. Терминалы могут быть вынесены в офисы данных компаний.

Как уже было сказано, не все ценные бумаги могут обращаться на бирже. На нее допускаются бумаги только эмитентов, которые отве­чают ее требованиям. Как правило, это бумаги крупных финансово крепких компаний. Ценные бумаги молодых финансово слабых ком­паний обычно обращаются на внебиржевом рынке.

Каждая биржа разрабатывает свой перечень требований к эмитен­там. Поэтому в зависимости от их жесткости бумаги одной и той же компании могут котироваться, т.е. обращаться, на одной или нескольких биржах. В связи с проверкой эмитента на предмет соот­ветствия его состояния требованиям биржи возник специальный тер­мин — «листинг». Листинг — это процедура включения ценной бумаги эмитента в котировальный список биржи. Если эмитент отвечает предъявляемым критериям и желает, чтобы его бумаги котировались на бирже, то его бумаги допускаются к обращению на бирже. Если в последующем эмитент перестает им удовлетворять, его бумаги могут быть исключены из котировального списка. Такая процедура полу­чила название делистинга.

Как правило, акционерное общество (АО) стремится, чтобы его акции обращались на бирже, поскольку сам факт котировки акций на бирже говорит об определенном уровне надежности АО (оно прошло экспертизу специалистов биржи). При прочих равных условиях таким предприятиям легче привлекать средства за счет выпуска новых ак­ций. Инвесторы могут судить об их положении и перспективах на основе легко доступных биржевых котировок.

Чтобы завершить описание биржевого рынка, остановимся кратко на разновидностях бирж в экономике. Если посмотреть на экономику во временном разрезе, то можно увидеть, что она состоит из двух сегментов: спотового и срочного рынков. Спотовый (кассовый) рынок — это рынок наличных сделок. На спотовом рынке происходит одновременная оплата и поставка ценных бумаг. Законодательство различных стран обычно отводит контрагентам несколько дней с момента заключения сделки для осуществления взаиморасчетов. Це­ну, возникающую на спотовом рынке, называют спотовой или кассовой.

Срочный рынок — это рынок, на котором заключаются срочные сделки. Срочная сделка представляет собой договор между контр­агентами о будущей поставке предмета контракта на условиях, ко­торые сговариваются в момент заключения такой сделки. В соот­ветствии с двумя сегментами рынка можно выделить спотовые и срочные биржи. Существуют также товарные биржи, на которых со­гласно названию, продаются и покупаются товары. Однако в совре­менных условиях на товарных биржах, за редким исключением, осу­ществляется торговля срочными контрактами, в том числе контрактами, в основе которых лежат ценные бумаги. Таким обра­зом, происходит определенное сближение фондовых и товарных бирж: и на первых и на вторых обращаются срочные контракты на ценные бумаги.

По своей внутренней организации биржа может состоять из нескольких специализированных отделов: валютного, фондового, то­варного. Поэтому официальное название биржи не всегда точно от­ражает весь набор инструментов, который обращается на бирже. На­пример, Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ) имеет в своем составе валютную спотовую секцию, спотовую секцию цен­ных бумаг и секцию срочного рынка.

На внебиржевом рынке представленном обращением ценных бу­маг вне биржи, конкретно сделки с ценными бумагами заключаются напрямую или через посредников между различными инвесторами, а также между профессиональными участниками фондового рынка.

По характеру эмитентов фондовый рынок можно разделить на рынок государственных и негосударственных ценных бумаг. Рынок негосударственных бумаг[[1]](#footnote-1) помогает аккумулировать финансовые ре­сурсы для предпринимательского сектора. Рынок государственных ценных бумаг позволяет решать две важные задачи:

* государство может мобилизовывать необходимые ему денежные ресурсы, и в частности финансировать дефицит госбюджета;
* выступает одним из инструментов регулирования процентной ставки в экономике. Процентная ставка является ценой денег и по­этому зависит от их предложения.

Если центральный банк полагает, что необходимо стимулировать предпринимательскую активность за счет снижения процентной ставки, он начинает покупать государственные ценные бумаги. В экономику поступает дополнительная масса денег и процентная став­ка понижается. Если центральный банк считает, что быстрый эконо­мический рост грозит высокой инфляцией, он продает государствен­ные ценные бумаги. В результате из экономики изымается часть денег, что ведет к росту процентной ставки и сдерживанию деловой активности.

**I.2. Государственное регулирование рынка ценных бумаг**

Рынок ценных бумаг может эффективно выполнять свои функции, если государство осуществляет регулирование деятельности эмитен­тов и инвесторов. Государственное регулирование обеспечивается путем:

* установления обязательных требований к деятельности эмитен­тов и профессиональных участников РЦБ;
* регистрации выпусков ценных бумаг и контроля за соблюдением  
  условий эмиссии;
* лицензированием деятельности профессиональных участников  
  РЦБ;
* создания системы защиты прав владельцев ценных бумаг.

Ведущая роль в области государственного регулирования РЦБ принадлежит Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (ФКЦБ). На нее возложен контроль за деятельностью профессио­нальных участников РЦБ и определением стандартов эмиссии него­сударственных ценных бумаг. Контроль за функционированием бан­ковских и кредитных учреждений осуществляет Центральный Банк РФ.

Определенное место в регулировании деятельности профессио­нальных участников РЦБ призваны сыграть саморегулируемые орга­низации профессиональных участников РЦБ (СОПУ), которые могут образовываться с одобрения ФКЦБ. Они являются добровольными объединениями профессиональных участников РЦБ. Для своих членов СОПУ устанавливают правила деятельности на РЦБ и контро­лируют их соблюдение. Цель их создания: обеспечить условия дея­тельности профессиональных участников, соблюдение ими этики на РЦБ, защита интересов инвесторов.

РЦБ может эффективно выполнять свои функции, если он защи­щен от финансовых махинаций и недобросовестной конкуренции. В связи с этим отечественное законодательство устанавливает ряд тре­бований к осуществлению деятельности на РЦБ.

Во-первых, существует определенная процедура выпуска ценных бумаг. Бумаги могут размещаться среди неограниченного или огра­ниченного круга лиц. Если по условиям выпуска ценные бумаги пла­нируется размещать среди неограниченного круга лиц, такая эмиссия называется открытой (публичной) подпиской или открытым (публичным) размещением. Если ценные бумаги размещаются среди заранее установленного числа лиц, эмиссию именуют закрытой (частной) подпиской или закрытым (частным) размещением. При от­крытой или закрытой подписке, когда число заранее известного кру­га владельцем превышает 500, а также когда общий объем эмиссии превышает 50 тысяч минимальных месячных размеров оплаты труда, требуется регистрация в ФКЦБ или уполномоченном им органе проспекта эмиссии ценных бумаг. Проспект эмиссии — это документ, в котором раскрывается требуемая законом информация об эмитенте и о предстоящем выпуске ценных бумаг. Ценные бумаги могут реализовываться инвесторам только после государственной регистрации проспекта эмиссии. Цель данного документа: познакомить потенци­альных вкладчиков с существующим финансовым состоянием эми­тента и характеристикой выпуска ценных бумаг. На этой основе им предлагается принять решение о покупке бумаг. Особенность проспекта в том, что регистрирующий его орган не отвечает за инве­стиционную надежность предлагаемых бумаг. Эту оценку вкладчики должны сделать самостоятельно на основе информации, включенной в документ. Регистрирующий орган отвечает только за то, чтобы в проспекте была указана вся информация, требуемая законодатель­ством. При открытой подписке эмитент обязан обеспечить доступ к информации, содержащейся в проспекте и опубликовать уведомление о порядке раскрытия информации в периодическом печатном изда­нии с тиражом не менее 50 тысяч экземпляров. Ежеквартально эми­тент должен представлять отчет по ценным бумагам в ФКЦБ или уполномоченный ею государственный орган, а также владельцам ценных бумаг эмитента по их требованию.

Во-вторых, в определенных случаях участники РЦБ должны рас­крывать информацию о своих операциях с ценными бумагами. Так, инвестор обязан уведомить ФКЦБ о своем владении эмиссионными ценными бумагами, если он приобрел 20% и более ценных бумаг од­ного эмитента, увеличил свою долю до уровня, кратного каждым 5% свыше 20%. Уведомление осуществляется в пятидневный срок после приобретения бумаг. Профессиональный участник РЦБ обязан рас­крыть информацию о разовой операции с одним видом эмиссионных ценных бумаг одного эмитента, если количество ценных бумаг по операции составило не менее 15% от их общего количества. На РЦБ инвесторы могут быть связаны между собой общим интересом и дей­ствовать в ущерб другим вкладчикам. Чтобы держать их в поле зре­ния и определенным образом контролировать, законодательство вводит понятие аффилированного лица. Закон об акционерных об­ществах признает лицо аффилированным в соответствии с антимоно­польным законодательством. Закон РФ «О конкуренции и ограниче­нии деятельности на товарных рынках» относит к аффилированному лицу акционера, которому принадлежит более 20% голосующих ак­ций АО. Аффилированные лица обязаны уведомлять АО о коли­честве и категориях принадлежащих им акциях не позднее 10 дней с даты их приобретения. АО должно вести учет данных лиц и предо­ставлять о них отчетность в соответствии с требованиями законода­тельства РФ.

В-третьих, осуществляется контроль за использованием служеб­ной информации (иногда ее называют внутренней). Лицам, владею­щим служебной информацией, запрещается использовать ее для за­ключения сделок и передавать третьим лицам. К служебной информацией закон «О рынке ценных бумаг» относит любую инфор­мацию об эмитенте и выпущенных им бумагах, которая обеспечивает ее обладателю преимущественное положение по сравнению с другими участниками РЦБ. К лицам, обладающим данной информацией закон относит: а) членов органов управления эмитента или профессиональ­ного участника РЦБ, связанного с эмитентом договором; б) аудитора эмитента; в) служащих государственных органов, которые имеют до­ступ к такой информации.

В-четвертых, регулируется рекламная деятельность на РЦБ[[2]](#footnote-2). В рекламе запрещается: а) давать недостоверную информацию о деятельности эмитента и его ценных бумагах; б) гарантировать или ука­зывать предполагаемый размер дохода по ценным бумагам и про­гнозы роста их курсовой стоимости; в) использовать рекламу в целях недобросовестной конкуренции путем указания на недостатки в дея­тельности профессиональных участников РЦБ, занимающихся ана­логичной деятельностью, или эмитентов, выпускающих аналогичные ценные бумаги; г) запрещается реклама эмиссионных ценных бумаг до даты их регистрации.

В случае нарушения законодательства о ценных бумагах к участ­никам РЦБ применяются соответствующие административные или уголовные санкции.

**II. Участники рынка ценных бумаг**

Всех участников РЦБ можно разделить на две группы. В первую группу входят профессиональные участники РЦБ, представленные главным образом организациями, которые оказывают посредниче­ские и консультационные услуги на РЦБ, а также выступают в роли активных игроков на фондовом рынке. Эти организации формируют инфраструктуру (каркас) фондового рынка. Ко второй группе можно отнести участников, выходящих на фондовый рынок в целях времен­ного размещения свободных финансовых ресурсов. В их число входят как юридические, так и физические лица.

Особенность деятельности профессиональных участников в том, что она требует лицензирования со стороны государства. Лицензии выдаются Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) или уполномоченными ею организациями. Существуют три вида ли­цензий: профессионального участника, на осуществление деятель­ности по ведению реестра, фондовой биржи. Физические лица, рабо­тающие в организациях — профессиональных участниках РЦБ, связанные с осуществлением сделок с ценными бумагами, должны иметь аттестат ФКЦБ, дающий им право заниматься этим видом дея­тельности.

Рассмотрим последовательно виды профессиональной деятельности на РЦБ и понятия, возникающие в этой связи.

**II.1. Брокер**

Главное действующее лицо на рынке — посредник, именуемый на фондовом рынке брокером. Брокер — это лицо, действующее за счет клиента на основе договоров поручения или комиссии. В качестве бро­кера обычно выступает брокерская компания. Физическое также ли­цо может осуществлять брокерские функции, если зарегистрируется в качестве предпринимателя. За оказанные услуги брокер получает ко­миссионные. В обязанности брокера входит добросовестное выпол­нение поручений клиента, которым должно отдаваться предпочтение по сравнению со сделками самого брокера, если он также имеет право выполнять функции дилера.

Договор комиссии с брокером может предусматривать возмож­ность использования им средств клиента, предназначенных для инве­стирования в ценные бумаги или полученные в результате продажи бумаг, в своих интересах до момента возврата денежных средств кли­енту. При этом часть прибыли, полученной от их использования, в соответствии с договором перечисляется клиенту. Брокер не вправе давать гарантии клиенту в отношении доходов от инвестирования данных средств. Если интересы брокера препятствуют выполнению им поручений клиента на наиболее выгодных для последнего условиях, брокер обязан немедленно уведомить об этом клиента.

**II.2. Дилер**

Профессиональный участник РЦБ — дилер. Дилер — это лицо, совершающее сделки купли-продажи цепных бумаг от своего имени и за свой счет на основе публичного объявления их котировок. В качестве дилера может выступать только юридическое лицо. Дилер извлекает прибыль за счет двух источников.

Во-первых, он постоянно объявляет котировки, по которым готов купить и продать ценные бумаги. Например, он объявляет котировку акций компании А как 950 руб. и 1000 руб. Это означает, что дилер готов продать акции данной компании за 1000 руб. или купить их за 950 руб. Цену, по которой дилер готов продать бумагу, называют це­ной продавца. В нашем примере это 1000 руб. Цену, по которой ди­лер готов купить бумагу, называют ценой покупателя. В нашем при­мере это 950 руб. Разницу между ценой продавца и ценой покупателя называют спрэдом или маржой. Дилер получает прибыль за счет спрэда. Как правило, его величина тем меньше, чем лучше развит ры­нок данной бумаги. При редкой торговле ценной бумагой риск опе­раций для дилера высок и для его компенсации он устанавливает большой спрэд.

Дилер обязан заключать сделки по ценам объявленных котировок. Наряду с ценами он может устанавливать обязательные условия, та­кие как минимальное и максимальное количество покупаемых и/или продаваемых бумаг, а также сроки действия цен. В случае отказа ди­лера от заключения сделки на объявленных условиях к нему может быть предъявлен иск о принудительном заключении договора и/или о возмещении причиненных инвестору убытков.

Во-вторых, дилер зарабатывает за счет возможного прироста кур­совой стоимости приобретенных им бумаг. Дилер — это крупная ор­ганизация. Поэтому она обычно совмещает два вида деятельности: собственно дилера и брокера.

**II.3. Инвестиционный фонд**

Участником фондового рынка является инвестицион­ный фонд. Инвестиционный фонд — это акционерное общество, кото­рое выпускает свои акции и реализует их инвесторам. Аккумулиро­ванные таким образом средства он размещает в другие ценные бумаги или на депозитах в банках. Фонды могут быть открытыми и закрытыми. Открытый фонд — это акционерное общество, разме­щающее акции с обязательством их последующего выкупа по требо­ванию инвестора. Закрытый фонд — это акционерное общество, раз­мещающее акции без обязательства их выкупа. Вернуть себе деньги инвестор может только, перепродав акции на вторичном рынке, если на них существует спрос. Синонимом термина «закрытый фонд» в случае зарубежных фондов может быть термин «взаимный фонд». В случае открытого фонда акции выкупаются по цене, определяемой на основе стоимости финансовых активов, в которые фонд инвестиро­вал средства.

Инвестиционные фонды, в первую очередь, представляют интерес для мелкого и среднего инвестора. Во-первых, потому что средства передаются профессиональным участникам фондового рынка. Во-вторых, фонд позволяет снижать уровень риска за счет диверсифика­ции своих инвестиций. Термин «диверсификация инвестиций» озна­чает распределение денежных средств между различными финансо­выми инструментами. Если вкладчик приобретает, например, акции только одного предприятия, он может получить большой доход в случае успешной работы акционерного общества, но понесет убытки, если оно обанкротится или столкнется с трудностями. Когда инвес­тор приобретает акции различных компаний, вероятные потери по одним бумагам будут компенсироваться выигрышами по другим. В итоге, вкладчик получит меньший доход, чем в первом случае, но его возможные потери также сократятся. Таким образом, диверсифика­ция инвестиций позволяет снизить риск на фондовом рынке. Кроме того, фонд приобретает различные бумаги крупными партиями, что недоступно мелкому инвестору, и поэтому экономит на комиссион­ных, так как чем больше объем сделки, тем меньше, как правило, по­средническое вознаграждение в расчете на одну бумагу.

Чтобы гарантировать минимальную степень диверсификации средств, законодательство устанавливает предельные размеры раз­мещения фондом денег по отношению к его общим активам между различными финансовыми инструментами.

В России инвестиционные фонды возникли с началом приватиза­ции государственной собственности. Главным образом это были че­ковые инвестиционные фонды, т.е. фонды, акции которых обменивались на приватизационные чеки. Несмотря на то, что их было соз­дано порядка 550, их деятельность не имела успеха. Такой результат объясняется просто. Инвестиционный фонд — это институт, харак­терный для страны с развитым рынком ценных бумаг и устойчиво работающей экономикой. Его возможная прибыль прямо зависит от результатов деятельности предприятий, бумаги которых он при­обрел, а также от профессиональной игры с данными бумагами на вторичном рынке. В первые годы приватизации фондовый рынок в России практически отсутствовал, а прибыли предприятий упали в силу процессов ломки экономической системы. Таким образом, мож­но сказать, что с самого начала созданные отечественные фонды не имели будущего.

Что касается деятельности инвестиционных фондов в западных странах, то они стали активно развиваться в 70-е гг. и аккумулировав триллионы долларов, выступают серьезной силой на фондовом рын­ке. В связи с быстрым ростом активов фондов в известной степени можно говорить об усилении нестабильности западного рынка, так как однозначная оценка экономической ситуации менеджерами крупных фондов может приводить к существенным колебаниям конъюнктуры за счет массовой продажи или покупки бумаг фондами.

Инвестиционный фонд представляет собой организацию, которая только аккумулирует денежные средства. Для выполнения своих це­лей он заключает договоры с двумя другими лицами. Первое из них — это депозитарий. В случае с инвестиционным фондом депозитарий — это организация, в которой хранятся его средства и ценные бумаги и которая обеспечивает взаиморасчеты фонда по сделкам. Второе ли­цо представлено управляющим. Он управляет средствами инвестици­онного фонда. В качестве управляющего может выступать юридичес­кое лицо или индивидуальный предприниматель, имеющий соответ­ствующую лицензию.

По своему характеру разновидностью инвестиционного фонда яв­ляется паевой инвестиционный фонд, задача которого сводится к ак­кумулированию средств вкладчиков и размещению их в другие фи­нансовые активы. В то же время паевой фонд имеет ряд отличий по порядку образования и функционирования. Паевой фонд — это иму­щественный комплекс без создания юридического лица. Он создается при компании, имеющей лицензию на осуществление деятельности по доверительному управлению имуществом паевых фондов, которая становится управляющей компанией фонда.

При создании фонда управляющая компания готовит проспект эмиссии инвестиционных паев. Фонд считается образованным с момента регистрации проспекта эмиссии. В отличии от инвестиционно­го фонда вкладчики паевого фонда приобретают не акции, а инве­стиционные паи. Инвестиционный пай — это именная бумага, удосто­веряющая право инвестора на получение денежных средств в размере стоимости пая на дату его выкупа. На пай не выплачиваются ни ди­виденды, ни проценты. Прибыль инвестор может получить только за счет прироста курсовой стоимости пая. Фонд обязуется выкупать паи. Цена пая оценивается на момент выкупа путем деления стоимос­ти чистых активов фонда на количество находящихся в обращении паев. С точки зрения сроков выкупа паев, фонды делятся на откры­тые и интервальные. Фонд является открытым, если управляющая компания обязуется выкупать паи по требованию инвестора в срок, установленный правилами фонда, но не превышающий 15 рабочих дней с даты предъявления требования. Фонд считается интерваль­ным, если управляющая компания обязуется выкупать паи в срок, установленный правилами фонда, но не реже одного раза в год.

Как уже было сказано, фонд признается образованным с момента регистрации проспекта эмиссии. После этого начинается продажа па­ев инвесторам. Однако если паи будут реализованы на сумму мень­шую, чем предусмотрено законодательными документами по паевым фондам, то он подлежит ликвидации. Для открытого фонда стои­мость активов по окончании первичного размещения паев должна составить не мене 2,5 млрд. руб., а интервального — 5 млрд. руб. По­мимо ценных бумаг и банковских депозитов фонды могут размещать свои средства в недвижимость и в иное имущество в порядке, устано­вленном ФКЦБ.

Управляющая компания фонда заключает договор со специализи­рованным депозитарием, который ведет реестр владельцев паев, учет имущества фонда и обеспечивает расчеты с инвесторами по выкупу паев.

Представляя характеристику инвестиционных фондов, остановим­ся кратко на такой их разновидности как фонды хеджирования, су­ществующие в западных станах. Они интересны тем, что, следуя вы­соко спекулятивным стратегиям, играют заметную роль на финансовом рынке. В законодательстве западных стран нет офици­ального определения понятия «фонд хеджирования», однако можно перечислить ряд черт, характерных для таких организаций.

Во-первых, они являются частными компаниями, насчиты­вающими менее 100 участников, и нередко — это оффшорные компании[[3]](#footnote-3). Поэтому их деятельность в меньшей степени регулируется фи­нансовым законодательством, чем других инвестиционных фондов.

Во-вторых, участники фондов — состоятельные лица, поэтому они могут позволить себе пойти на большие риски. Правила таких организаций обычно требуют, чтобы состояние участника равнялось не менее 1 млн. долл. или его доход за предыдущий год составил не менее 250 тыс. долл. Большинство фондов требуют от вкладчиков ин­вестиций в размере от 250 тыс. долл. до 10 млн. долл.

В-третьих, они проводят очень рискованную финансовую поли­тику, открывая позиции на рынке, превышающие размеры их соб­ственного капитала в 5-20 раз.

В-четвертых, обычно они показывают высокие результаты до­ходности по своим операциям. В мире насчитывается порядка 800-900 фондов. Большой фонд хеджирования располагает активами порядка 10 млрд. долл., маленький — 75-100 млн. долл.

Выше мы отметили, что инвестиционные фонды заключают дого­воры с депозитариями, хранящими их средства и ценные бумаги, а также ведущими расчеты с инвесторами. Российский Закон «О рынке ценных бумаг» подробно раскрывает понятие депозитарной деятель­ности. Согласно закону депозитарная деятельность представляет со­бой оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету и переходу прав на ценные бумаги. Профессиональный участ­ник РЦБ, осуществляющий данную деятельность, называется депози­тарием. Депозитарием может выступать только юридическое лицо. Инвестор, заключивший с депозитарием договор на хранение ценных бумаг и/или учет прав на них, называется депонентом. Для учета цен­ных бумаг вкладчику открывается в депозитарии счет, именуемый «счет депо».

Элементом инфраструктуры фондового рынка выступают клирин­говые организации, в обязанности которых входит определение и зачет взаимных обязательств инвесторов по поставкам и расчетам за цен­ные бумаги. Они осуществляют сбор, сверку, корректировку инфор­мации по сделкам с ценными бумагами и готовят по ним бухгалтер­ские документы. Клиринговая организация обязана формировать специальные фонды для снижения риска неисполнения сделок с цен­ными бумагами.

На фондовом рынке функционируют регистраторы (специа­лизированные регистраторы) или держатели реестра. Регистратор — это организация, осуществляющая по договору с эмитентом деятель­ность по ведению и хранению реестра именных ценных бумаг. Сам ре­естр — список зарегистрированных владельцев с указанием коли­чества, номинальной стоимости и категории принадлежащих им бумаг. Держателем реестра может быть эмитент. Однако если число владельцев ценных бумаг превышает 500, то эмитент не вправе вести реестр и должен заключить договор с организацией, выполняющей функции регистратора. В реестр могут вноситься не только имена владельцев ценных бумаг, но и номинальных держателей ценных бу­маг. Номинальный держатель — это лицо, которое держит ценные бумаги, не являть их владельцем, от своего имени в интересах другого лица. В качестве номинальных держателей, как правило, выступают профессиональные участники РЦБ. Номинальные держатели реги­стрируются в реестре по поручению владельца. Операции с ценными бумагами между владельцами бумаг одного номинального держателя не отражаются у держателя реестра или депозитария, клиентом кото­рого он является. В то же время регистратор имеет право требовать от номинального держателя предоставления списка владельцев цен­ных бумаг, держателем которых он выступает.

Регистратор обязан по требованию владельца или номинального держателя представить ему выписку из реестра по его лицевому счету. Выписка — это документ, в котором указывается владелец лицевого счета, вид и количество принадлежащих ему ценных бумаг, а также иная информация, относящаяся к этим бумагам на дату его составле­ния. Регистратор также обязан предоставить зарегистрированным в реестре владельцам и номинальным держателям, владеющим более 1% голосующих акций эмитента, по их требованию данные из реестра о других владельцах бумаг с указанием количества, категории и но­минальной стоимости принадлежащих им бумаг. Регистратор имеет право делегировать часть своих функций по сбору и передаче инфор­мации другим организациям, которые в этом случае именуются трансфер-агентами.

Деятельность по ведению реестра не допускает совмещения ее с другими видами профессиональной деятельности на РЦБ.

**II.4. Фондовая биржа**

Фондовая биржа — это институт, созданный для организации торговли ценными бумагами. Помимо функции организации торговли бумагами она может осуществлять депозитарную и клиринговую дея­тельность.

Фондовая биржа образуется в форме некоммерческой организа­ции. Торговлю на бирже могут осуществлять только ее члены. Другие лица, желающие заключать биржевые сделки, обязаны действовать через членов биржи как посредников. Членами фондовой биржи мо­гут быть только профессиональные участники РЦБ. Неравноправное положение членов биржи, временное членство, сдача мест в аренду и их передача в залог не членам данной биржи не допускается. Фондо­вая биржа обязана обеспечить гласность и публичность проводимых торгов. На товарных и валютных биржах могут создаваться фондо­вые отделы.

Биржа — это только место, где заключаются сделки с ценными бумагами. Поэтому физически сами ценные бумаги на бирже не при­сутствуют. После заключения сделки на бирже покупатель и прода­вец осуществляют между собой взаиморасчеты в соответствии с пра­вилами биржи.

Если инвестор желает купить или продать бумаги на бирже, то ему необходимо заключить соответствующий договор с компанией-членом биржи, которая будет предоставлять ему брокерские услуги. Брокерская компания действует на основе приказов, которые отдает ей клиент. Приказы могут быть нескольких видов.

1. Рыночный приказ — это приказ о немедленном исполнении сдел­ки по наиболее выгодной существующей в данный момент на бирже  
цене.

2. Лимитный приказ — это приказ купить бумагу не выше или  
продать ее не ниже определенной цены. Если в момент получения ли­митного приказа на бирже отсутствует удовлетворяющая клиента це­на, то брокер записывает приказ себе в книгу распоряжений, чтобы исполнить его как только такая цена появится. Лимитное распоряже­ние не всегда исполняется брокером. Во-первых, интересующая ин­вестора цена может не возникнуть на бирже в течение срока действия приказа. Во-вторых, брокер может получить несколько распоряже­ний с одной и той же ценой. Поскольку приказы исполняются в по­рядке их поступления, то цена вновь может измениться, и часть при­казов останется неисполненными.

3. Для страхования от чрезмерного падения цены бумаги су­ществует стоп-приказ на продажу, определяющий цену, при достиже­нии которой брокер должен продать бумагу. Например, текущая це­на акции 1100 руб. Инвестор отдает стоп-приказ на продажу с ценой 1000 руб. Это означает: если цена акции опустится до 1000 руб. или ниже, то брокер должен немедленно ее продать.

4. Чтобы не упустить возможную прибыль от прироста курсовой  
стоимости цепной бумаги, инвестор может отдать стоп-приказ на по­купку. Например, текущая цена акции равна 1000 руб. Инвестор по­лагает, что если она превысит 1100 руб., то курсовая стоимость будет расти и дальше. (Допустим, об этом ему подсказывает опыт предыдущих наблюдений за динамикой цены акции). Поэтому он от­дает стоп-приказ на покупку по цене 1100 руб. Это означает: как только цена акции вырастет до 1100 руб., брокер обязан ее купить. Таким образом, возможный дальнейший прирост курсовой стоимости акции составит прибыль инвестора.

5. На практике удобно отдавать не просто лимитный или стоп-приказ, а стоп-лимитный приказ, т.е. одновременно включающий в  
себя лимитный приказ по одной цене и стоп-приказ по другой цене.  
Рассмотрим стоп-лимитный приказ на продажу. Инвестор отдает  
стоп приказ на продажу по цене 1000 руб. и лимитный приказ на  
продажу по 800 руб. Это означает: как только цена акции упадет до  
1000 руб. или ниже, брокер обязан ее продать. Если ему это не удаст­ся, и цена опустится до 800 руб. или ниже, вступает в силу лимитный  
приказ, запрещающий продажу акции по цене ниже 800 руб.

Другой вариант приказа — это стоп-лимитный приказ на покупку, например, стоп — 1000 руб. и лимитный — 1200 руб. Такой приказ означает: если цена вырастет до 1000 руб. или выше, то брокер должен ее купить. Если же он не успеет, а цена поднимется до 1200 руб., то вступает в силу лимитный приказ на покупку, отменяющий стоп-приказ.

В приказах, за исключением рыночного, оговаривается время его действия или указывается, что он действует до отмены или исполне­ния. Соответственно оговаривается количество продаваемых или по­купаемых бумаг.

В западной практике получило распространение такое понятие как «инвестиционный банк». Если определить кратко, то инвестици­онный банк — это крупная брокерская компания, помогающая эмитен­ту выпустить и разместить ценные бумаги. Инвестиционный банк от­личается от коммерческого тем, что не привлекает средства на депозиты и, следовательно, не выдает кредиты. В отечественном законодательстве не проводится грань между деятельностью коммерче­ского и инвестиционного банков на РЦБ. Поэтому коммерческие банки могут выполнять и функции инвестиционного банка.

Мы уже отмечали выше, что покупать и продавать ценные бумаги могут не только профессиональные участники, но и другие юридиче­ские и физические лица. Их отличие от профессиональных участников в том, что они не вправе оказывать посреднические и консульта­ционные услуги на рынке, так как не имеют лицензий на данные виды деятельности.

С точки зрения способа получения прибыли, активных участников можно разделить на спекулянтов и арбитражеров. Спекулянт — это лицо, стремящееся получить прибыль за счет разницы в курсовой стои­мости ценных бумаг, которая может возникнуть во времени. Если спекулянт прогнозирует рост цены бумаги, то он будет играть на по­вышение, т.е. купит бумагу в надежде продать позже по более высо­кой цене. Таких спекулянтов часто называют быками.

Если спекулянт прогнозирует падение цены бумаги, он играет на понижение, т.е. займет бумагу и продаст ее в надежде выкупить в по­следующем по более низкой цене. Таких спекулянтов именуют медве­дями, а подобные сделки — короткими продажами или непокрытыми продажами.

Спекулянт обычно осуществляет краткосрочные операции. Когда он начинает операцию, то говорят: он открывает позицию, когда за­вершает — закрывает позицию. Если спекулянт покупает бумаги, он открывает длинную позицию, если продает — открывает короткую позицию. Сделку, закрывающую открытую позицию, именуют оффсетной. Спекулянт, открывающий позицию на очень короткое вре­мя, называется скальпером. Скальперы открывают позиции от нескольких секунд до нескольких минут. Их риск и, соответственно, прибыль обычно невелики.

Если мы рассчитываем на полнокровное функционирование рос­сийского РЦБ, то обязательно должны отвести на нем место и спеку­ляции. Практически большая часть решений в экономике принимает­ся в условиях неопределенности будущего развития хозяйственной жизни и поэтому в своей основе носит спекулятивный характер. На фондовом рынке она не должна рассматриваться только с внешней стороны возможного легкого обогащения тех или иных лиц. За ее фа­садом следует видеть конкретные функции, которые она выполняет в экономике.

Во-первых, именно спекулятивный потенциал ценных бумаг спо­собствует дополнительному повышению интереса к ним вкладчиков и, таким образом, максимизирует мобилизацию денежных средств для развития экономики. Именно спекулятивное стремление, т.е. стремление к быстрому обогащению, заставляет вкладчиков приоб­ретать бумаги рисковых (венчурных) предприятий, без которых про­гресс общества замедлился бы.

Во-вторых, спекуляция способствует повышению уровня ликвид­ности ценных бумаг. Спекулянт своими операциями заполняет раз­рыв, который может возникнуть на рынке между спросом и предло­жением ионных бумаг.

Оценивая роль спекуляции, можно привести слова М.С. Студентского автора книги «Биржа, спекуляция и игра», изданной в конце XIX в.: «...спекуляция является великим двигателем и регулятором человечества. Несомненно, в ее деятельности возникают и зло­употребления. Рядом с гением, спекулирующим своими изобретения­ми, со смелым купцом, предугадывающим на свой риск и страх бу­дущий урожай, и делающим большие запасы хлеба, рядом с финансистом, который, делая сбережения и собирая чужие капиталы, дает возможность государству и большим компаниям помещать их займы и совершать важные общественные работы, рядом с этими всеми тружениками... появляется спекулянт недостойный этого зва­ния, спекулянт недобросовестный, игрок, который, обманными изворотами, стремится нажить состояние путем разорения других. Подобная спекуляция, бесчестная и позорная, должна, без всякого сомнения, быть караема, как обман и мошенничество, с помощью коих она действует. Но запрещать ее вообще вместо того чтобы карать ее проделки — значило бы убивать спекуляцию действенную, плодотворную и полезную; в видах предупреждения немногих отдельных разорений, можно разорить страну и воротить человечество к его первобытному состоянию.[[4]](#footnote-4)

В связи со спекуляцией возникает вопрос, насколько действия иг­роков дестабилизируют фондовый рынок. Если рынок не развит, то вполне вероятно, что отдельные крупные финансовые структуры мо­гут манипулировать ценами в своих интересах. Однако если ответить на данный вопрос применительно к развитому рынку, то можно утверждать, что спекуляция, как правило, не будет искажать стои­мость ценных бумаг. Напротив, спекуляция повышает точность цен, формирующихся на рынке, так как профессиональные навыки спеку­лянта заключаются в способности предвидеть будущую конъюнкту­ру. В результате на рынке остаются только наиболее верно опреде­ляющие будущую цену спекулянты. Как отмечал еще Милтон Фридмен, правда в отношении спекулятивной активности на валют­ном рынке, «валютные сделки, стабилизирующие рынок, позволяют делать деньги, а дестабилизирующие — их терять. В конце концов дестабилизирующие обстановку участники за свое поведение вытес­няются с рынка.»[[5]](#footnote-5)

Арбитражер — это лицо извлекающее прибыль за счет одновремен­ной купли-продажи одной и той же бумаги на разных рынках, если на них наблюдаются разные цены. Например, одна и та же акция котиру­ется на двух биржах. Поскольку каждая биржа — это самостоятель­ный рынок, то в какие-то моменты времени цена акции на них может отличаться. Арбитражер продает бумагу на той бирже, где она доро­же, и покупает там, где дешевле. Разница в ценах составляет его при­быль. Поскольку оба действия совершаются одновременно, то такая операция — ее называют арбитражной — лишена риска. В результате действий арбитражеров цены на разных рынках становятся вновь одинаковыми, т.к. активные покупки бумаги на одной бирже ведут к росту ее цены, а продажи на другой — к падению. Лицо, осу­ществляющее подобные операции, должно располагать хорошими системами связи с различными рынками. В современных условиях арбитражные операции часто осуществляются с помощью специаль­но запрограммированных компьютеров. Такие действия получили название программной торговли.

Подводя итог сказанному, следует подчеркнуть, что одно и то же лицо может являться как спекулянтом, так и арбитражером. Характер его действий определяется конъюнктурой рынка в конкретный мо­мент времени.

**III. Фондовый рынок – как фактор удвоения ВВП**

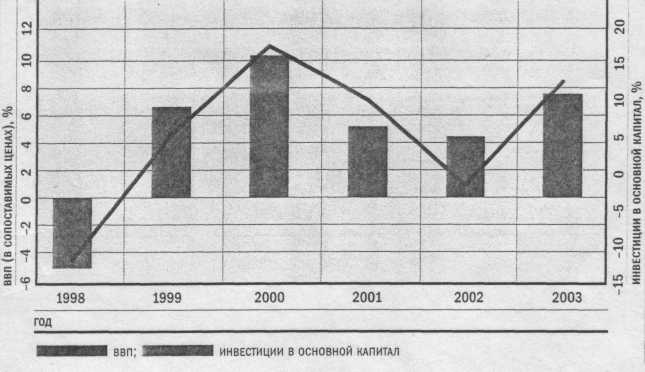
**III.1. Условия для роста**

Решение поставленной Президентом РФ задачи удвоения ВВП к 2012 г. по­требует ежегодного роста не менее чем на 7,2% (за основу взят 2002 г.). Если в качестве срока взять 2010 г., то по­требуется ежегодный рост в 9,4%. Вме­сте с тем средние темпы экономическо­го роста России в 1999-2003 гг. соста­вили 6,7%, прогноз на 2005-2006 гг. не превышает 6%. Необходимо ускоре­ние роста, для которого требуются зна­чительные инвестиции. Для того чтобы российский фондовый рынок можно бы­ло рассматривать как один из основных источников инвестиций для российских предприятий, необходимо как минимум троекратное увеличение его доли в ин­вестициях в основной капитал. На данный момент его доля не превышает 10%, в то время как в развитых странах ее уровень достигает 40-60%. Какие же основные проблемы необходимо ре­шить, чтобы радикально повысить инве­стиционную эффективность и вклад рос­сийского фондового рынка в экономи­ческий рост?

Сегодня макроэкономическая ситуа­ция в России в целом способствует про­цессу инвестирования — она является на­иболее благоприятной и стабильной за все годы реформ. Наблюдавшийся дли­тельное время непрерывный процесс ос­лабления рубля сменился его реальным укреплением, что способствует притоку инвестиций в рублевые активы. Сущест­венно снизился внешний государствен­ный долг, что сократило валютные риски бюджета.

Позитивная макроэкономическая ситуация уже привела к увеличению ин­вестиций и экономическому росту. При этом следует особо отметить, что в по­следние годы в России темпы экономи­ческого роста тесно коррелируют с ин­вестиционной активностью. Наиболь­ший экономический рост (в 2000 и 2003 гг.) приходился на максимумы увеличения инвестиций в основной ка­питал (рис. 1).

**Рисунок 1. Экономический рост и инвестиции в основной капитал**



Опыт европейских и азиатских стран свидетельствует о том, что темпы роста инвестиций должны в 1,5-2 раза пре­восходить целевые темпы роста эконо­мики. Иными словами, для увеличения ВВП на требуемые 9,4% ежегодный при­рост инвестиций в основной капитал должен составлять не менее 18,8%. В то же время в 2003 г. динамика капитальных вложений в России выросла на 12%, что в абсолютном выражении при общем объеме инвестиций в основной капитал около 75 млрд. долл. (по дан­ным ФСГС) составляет приблизительно 10 млрд долл.

Следует отметить, что текущий уро­вень роста капитальных инвестиций не решает многих проблем. Например, по данным ЦЭК при Правительстве РФ, в 2003 г. снизился коэффициент обновле­ния основных фондов, повысилась сте­пень их износа, доля старого оборудова­ния, прослужившего свыше 20 лет, соста­вила в экономике в среднем 45%, а в электроэнергетике 57%.

Основным источником инвестиций для российских предприятий продолжа­ют оставаться собственные средства, в частности нераспределенная прибыль и амортизация. Однако прибыль компа­ний — величина непостоянная, к тому же у многих потенциально успешных предприятий, особенно на начальном этапе развития, она невелика. Одновре­менно сохраняется значительная нало­говая нагрузка на реинвестируемую прибыль.

Из внешних источников финансиро­вания инвестиций значительную долю со­ставляют средства бюджетов и внебюд­жетных фондов. Однако они резко сокра­щаются, особенно в промышленности.

Банковские кредиты не имеют суще­ственной доли в инвестициях в основ­ной капитал. В 2003 г. они составили (по данным ЦЭК) лишь 5,3%, причем ес­ли на пищевую промышленность прихо­дится 12,2%, то на электроэнергетику только 3,3%. Ограниченные возможнос­ти получения и использования кредит­ных ресурсов связаны с сохранением относительно высокой стоимости бан­ковских кредитов. Кроме того, сегодня банковские кредиты — это в основном «короткие» деньги. Несмотря на сниже­ние темпов инфляции и ощутимое улуч­шение инвестиционного климата в Рос­сии, объем долгосрочных кредитов (сро­ком свыше 3 лет) по итогам первого по­лугодия, по данным ЦБР, составил около 8,5 млрд долл., или 7% от общего объе­ма кредитов предприятиям и организа­циям.

По итогам 2003 г. доля средств, привлеченных с помощью эмиссии ценных бумаг (акций и облига­ций), в совокупном объеме инвестиций составляла: в США — 60%, в Германии — 35%, во Франции — 40%.

Уровень инвестиционной эффектив­ности во многом зависит от ликвидности, глубины и универсальности рынка. Фи­нансовый рынок России постепенно при­обретает схожие черты. Один из самых быстрорастущих сегментов российского рынка — привлечение финансовых средств путем выпуска облигаций. По ито­гам 2003 г. совокупный объем средств, привлеченных посредством публичного размещения государственных, корпора­тивных и региональных ценных бумаг, со­ставил около 8 млрд долл., что примерно в 2 раза выше, чем в 2002 г., и почти в 10 раз выше, чем в 2000 г. Вместе с тем это лишь 9% от валового объема инвес­тиций в основной капитал. Каковы же пу­ти радикального повышения данного по­казателя?

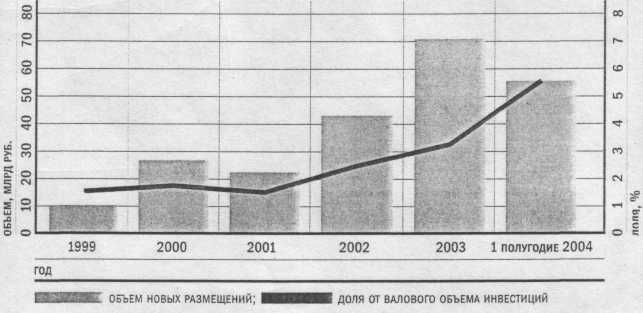
**III.2. Корпоративные облигации**

Корпоративные облигации де-факто стали основным инвестиционным инст­рументом российского фондового рынка. Опережающее развитие рынка облига­ций вполне закономерно, так как дан­ная форма заимствований не связана с размыванием собственности основных акционеров предприятий, позволяет за­нимать средства на более длительные сроки, в большем объеме и под меньшую ставку, чем при помощи банковских кредитов.

Развитие рынка корпоративных обли­гаций в России началось в 1999 г. С се­редины 1999 г. по июнь 2004 г. на ММВБ были размещены корпоративные облига­ции более 160 эмитентов на общую сум­му свыше 200 млрд руб. по номиналу (рис.2).

**Рисунок 2. Объем новых эмиссий корпоративных облигаций**

**и их доля в валовом объеме инвестиций**

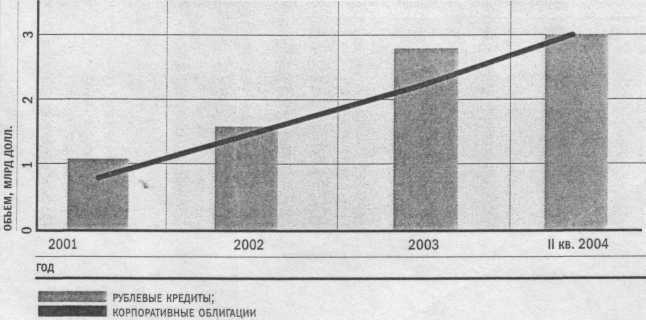


Заимствования на инвестиционные сроки с помощью корпоративных облига­ций составляют значительную долю инве­стиций в основной капитал, которая уже превысила долю банковских кредитов на инвестиционные цели (рис. 3).

В последнее время на рынок с пред­ложением собственных ценных бумаг стали выходить относительно небольшие компании — представители среднего бизнеса, размещающие займы на 50-200 млн руб. Такая тенденция свиде­тельствует о постепенном повышении доступности фондового рынка в качест­ве источника инвестиций. Следствием стало увеличение отраслевой диверсифицированности рынка облигаций. Если в 2002 г. на сырьевые отрасли приходи­лось около 30% всего объема размещений, то в середине 2004 г. — менее 17%. В то же время доля машинострое­ния и металлургии повысилась с 13% в 2002 г. до 20% в 2004 г.

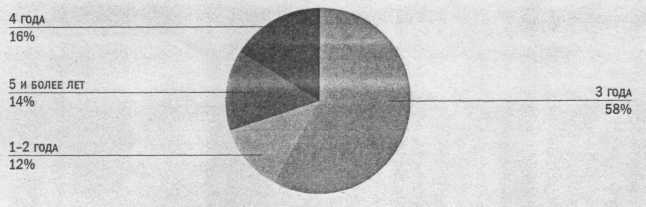
**Рисунок 3. Объем денежных средств,**

**привлеченных предприятиями на срок свыше 3 лет**



Рост общего объема заимствований с использованием корпоративных обли­гаций сопровождается расширением ин­вестиционных горизонтов. В первую оче­редь необходимо отметить значительное сокращение доли краткосрочных облига­ций (со сроком обращения 1-2 года) с 20% в 2003 г. до 12% в середине 2004 г. Вместе с тем доля 3-4-летних размещений выросла с 65% в 2003 г. до 74% в 2004 г. Таким образом, сегодня доля об­лигаций со сроками погашения 3 и бо­лее лет составляет на рынке около 90% (рис. 4).

**Рисунок 4. Структура рынка корпоративных облигаций**



**по срокам размещения – 2004 г.**

Однако, несмотря на очевидные ус­пехи, рынок корпоративных облигаций находится в начале своего развития, и его возможности реализованы далеко не полностью. Только 2% предприятий используют рынок корпоративного дол­га для финансирования капитальных инвестиций. Российский рынок пока не сравним с западным и по абсолютным показателям. Объем рынка корпоративного долга в развитых странах составля­ет от 30 до 95% ВВП. В России номи­нальный объем корпоративных облига­ций в обращении составляет всего око­ло 5 млрд долл., или немногим более 1% ВВП.

Актуальной проблемой рынка корпоративных облигаций, препятствующей приходу на него консервативных инвестиций, в том числе западных, является его слабая структурированность. Система рейтингования облигаций только начина­ет внедряться. Большинство выпусков об­лигаций не имеют международных кре­дитных рейтингов. Рейтинги, присвоен­ные по внутрироссийским шкалам, не­редко вызывают серьезные нарекания и не могут служить адекватным и автори­тетным суждением о кредитоспособности. Это существенно повышает риски инвес­торов, не имеющих возможности разде­лить облигации на высоконадежные и «мусорные».

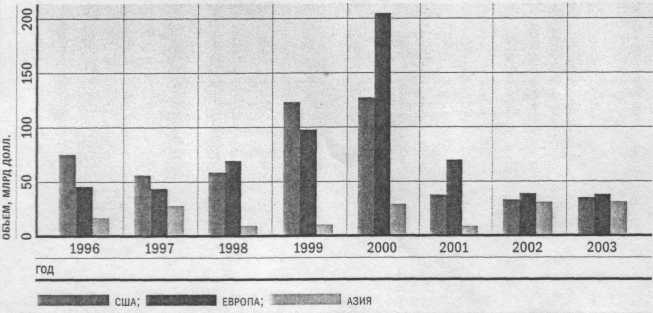
Кроме того, требуют решения такие вопросы, как дальнейшее снижение, а возможно, и отмена налога на эмис­сию, а также упрощение всей процеду­ры выпуска корпоративных облигаций. Достаточно актуальный вопрос для рын­ка — необходимость регистрации отчета о размещении облигаций до начала вторичных торгов. В результате вторичные торги начинаются в лучшем случае че­рез месяц после размещения, что несет в себе существенные риски для инвес­торов. Пример решения этой проблемы уже существует — на рынке государст­венных и региональных облигаций, регулируемых Министерством финан­сов, размещение и вторичные торги могут начинаться одновременно. По-видимому, целесообразно переходить на единое регулирование облигаций, возможно, под эгидой будущего мегарегулятора.

Решение этих и других проблем поз­волит привлечь на рынок корпоративных облигаций большое число заемщиков и значительные средства инвесторов.

Если рынок корпоративных облига­ций уже встал в ряд заметных источни­ков инвестиций, то второй основной инвестиционный инструмент фондового рынка — первичное размещение акций (initial public offering, IPO) — пока нахо­дится в резерве. За все время существо­вания российского фондового рынка (около 10 лет) на нем было проведено всего 4 размещения акций общим объе­мом около 230 млн долл., которые могут быть (иногда с натяжкой) отнесены к IPO. В 2002 г. акции разместила компания «Росбизнесконсалтинг», в 2003 г. — «Ап­тека 36,6», в 2004 г. — компании «Кали­на» и «Иркут». Причем каждое из этих размещений имело свои особенности. В частности, по сообщениям информаци­онных агентств, «Аптека 36,6» в послед­ний момент заменила публичное разме­щение размещением акций по закрытой подписке среди ограниченного и зара­нее известного круга кредиторов, а раз­мещение акций «Калины» было фактиче­ски доразмещением акций, уже торгую­щихся на бирже.

Практическое отсутствие IPO на рос­сийском фондовом рынке во многом свя­зано с неразвитостью рынка в целом. Вместе с тем необходимо учитывать, что IРO — не лидер по объему привлечений в мире. Через корпоративные облигации средств привлекается в 3-4 раза боль­ше. Кроме того, IPO — весьма тонкий ин­струмент, сильно зависящий от рыночной конъюнктуры. Проведение IPO может пре­кратиться на длительный срок и на раз­витых рынках, как это было в Германии после бума 2000 г. — почти 2 года там не было ни одного IPO.

Тем не менее IPO, в первую очередь на рынках англосаксонских стран (США, Великобритания, Канада и др.), является важнейшим инструментом фондового рынка — через него финансируется до 15-20% всех инвестиций в основной ка­питал. В странах континентальной Европы с учетом более весомой доли банков в инвестициях данный показатель состав­ляет 5-10% (рис. 5).



**Рисунок 5. Объем привлечения капитала через IPO**

У некоторых российских компаний имеется положительный опыт IPO в виде первичного размещения АДР на зару­бежных биржах, в том числе на NYSE: «ВымпелКом» — 100 млн долл. (ноябрь 1996 г.), МТС — 371 млн долл. (июнь 2000 г.), «Вимм-Билль-Данн» привлек 238 млн долл. (февраль 2002 г.). Однако IPO на зарубежных биржах не может рас­сматриваться в качестве рецепта для большинства российских компаний — это весьма затратная и длительная процеду­ра, которая по силам лишь весьма круп­ным компаниям, отличающимся прозрач­ностью, международным уровнем корпо­ративного управления и перспективами быстрого роста. Для большинства част­ных российских компаний наиболее удобным местом проведения IPO должен стать национальный фондовый рынок. Какие проблемы необходимо решить на этом пути?

Одна из проблем — сверхвысокая концентрация рыночного оборота. Сего­дня 98% всех сделок на организованном рынке акций осуществляется с бумагами 10 эмитентов. На остальные бумаги (а это почти 250 акций), торгуемые на ведущих биржах, приходится менее 2% оборота. Отсутствие ликвидности по большинству бумаг и привычка инвесторов опериро­вать очень узким кругом акций обрекает вновь размещаемые акции на попадание в категорию «неликвидов».

Также проблемой является низкая доля акций эмитента, находящихся в свободном обращении (free float). По данным Boston Consulting Group (BCG), данный показатель в среднем по российскому рынку составляет 27%. Для сравнения: в странах с развитыми рын­ками этот показатель достигает 80-90%. Низкий free float снижает ликвид­ность торгов акциями и интерес инвес­торов к ним.

К IPO весьма редко прибегают зре­лые компании, в основном это новые быстрорастущие структуры различных отраслей, сформировавшиеся из вен­чурного бизнеса. К сожалению, в Рос­сии венчурный бизнес находится в за­чаточном состоянии, и, как следствие, потенциальных кандидатов на IPO среди быстрорастущих технологических компа­ний мало.

Кроме того, проведение IPO на рос­сийском рынке пока остается достаточно рискованным для эмитента. Причина за­ключается в трудности определить адекватную цену размещения из-за отсутствия рыночных котировок компаний-аналогов. Как следствие — значительный риск полу­чить заниженные котировки. Не способст­вует повышению спроса и неразвитость публичных механизмов размещения ак­ций среди частных инвесторов, непосред­ственно работающих на рынке (имеющих брокерские счета). На российском рынке их пока мало — не более 100 тыс. при 60 млн в Китае и 80 млн в США.

Существуют серьезные проблемы нормативного характера. Одна из них связана с необходимостью утверждения регулятором отчета об итогах размеще­ния ценных бумаг и приводит к разрыву между размещением и началом вторич­ных торгов длительностью не менее ме­сяца. Если для облигаций данная про­блема не столь критична (стоимость облигаций может измениться на не­сколько процентов), то для владельцев акций месячное «сидение на неликви­дах» может обернуться значительными убытками.

Оценивая перспективы IPO на рос­сийском рынке, необходимо ответить на два вопроса: какие компании придут на рынок с IPO и какие технологии размеще­ния наиболее перспективны на россий­ском рынке?

**О потенциальных кандидатах на IPO**

Среди потенциальных эмитентов можно выделить компании трех групп, или, поль­зуясь терминологией модной в последнее время «бостонской матрицы», трех класте­ров. К первому кластеру относятся своего рода «дойные коровы» российской эконо­мики — крупные добывающие корпора­ции, являющиеся основными экспортера­ми российского сырья. Большинство этих компаний публичные и уже не могут прой­ти IPO. Проведению IPO частных компаний этой группы препятствуют устоявшийся круг собственников и возможность деше­вых заимствований на рынке еврозаймов.

Второй кластер, так называемые «звезды», составляют компании, ориен­тированные на внутреннего потребите­ля, достаточно динамично развивающи­еся и нуждающиеся в крупных инвести­циях. Выход на рынок еврооблигаций для них дорог, а внутренний рынок кор­поративных облигаций не может полно­стью удовлетворить потребности в «длинных» деньгах. Представители именно этой группы компаний наиболее вероятные кандидаты на проведение российских IPO.

Наконец, третий кластер, получив­ший в «бостонской матрице» название «кошки», включает инновационные ком­пании, большинство из которых ставит своей главной целью движение к IPO. Таких компаний в России пока мало, и лишь в перспективе при поддержке вен­чурного бизнеса они могут стать основ­ными участниками IPO на фондовом рынке России.

**Отраслевая структура компаний, планирующих публичное размещение акций**

|  |  |
| --- | --- |
| **Отрасль** | **Число эмитентов** |
| Угольная | 1 |
| Машиностроение | 1 |
| Металлургическая | 6 |
| Химическая | 1 |
| Легкая | 1 |
| Лесная | 1 |
| Пищевая | 9 |
| Ювелирная | 2 |
| Строительство | 1 |
| Сельское хозяйство | 1 |
| Телекоммуникации | 3 |
| Финансы | 4 |
| Торговля | 5 |
| Прочие | 5 |

О планах IPO за прошедшие полтора года заявила 41 российская компания различных сфер деятельности (см. табли­цу), из них 6 компаний планируют разме­щение на российском рынке, 9 — на За­паде, остальные пока не определились с площадкой. На 2005 г. запланировали размещение 16 компаний, на 2006 г. — 8 компаний, на 2007 г. — 3 компании, на 2008 г. — 1 компания, остальные не оп­ределились со сроком. До 10% акций на бирже планирует разместить 1 компания, до 22% — 4 компании, до 25% — 5 ком­паний, до 30% — 2 компании, до 40% — 2 компании.

**О технологиях проведения IPO**

Дан­ный вопрос сегодня весьма актуален. Классическое IPO организуют инвестици­онные банки, которые проводят road-show, собирают заявки инвесторов и сами по согласованию с эмитентом устанавливают цену размещения, часто ниже справедли­вой цены в надежде на бурный рост акции на вторичном рынке. Компании эмитенты при этой во многом монополизированной технологии получают меньше средств и вынуждены платить андеррайтерам доста­точно высокие комиссионные — в сред­нем 7% от объема размещения. В послед­нее время некоторые компании, в том числе ведущий поисковый Интернет-пор­тал Google, отказались от стандартных про­цедур IPO в пользу открытого аукциона в стремлении максимально повысить цену размещения (и соответственно получае­мые средства) и снизить комиссионные, выплачиваемые посредникам.

Аукционная форма проведения IPO наиболее привлекательна для России. Причем уже готов инструментарий. В ча­стности, в электронной торговой системе ММВБ с успехом используются аукционы различных типов при размещении госу­дарственных, корпоративных и регио­нальных облигаций.

**III.3. «Подводя итоги»**

Развитие рынков акций и корпора­тивных облигаций таит в себе большие возможности для наращивания объемов привлеченных инвестиций. Но есть и дру­гие варианты. Например, государство мо­жет содействовать активизации инвести­ционного процесса с использованием рынка государственных ценных бумаг, в том числе гарантируя или размещая це­левые займы, финансирующие реализа­цию инфраструктурных проектов нацио­нального масштаба. Это могут быть про­екты строительства газо- и нефтепрово­дов в Европу, Китай и Японию, дорожное и железнодорожное строительство, теле­коммуникационные проекты. Участие го­сударства должно быть связано с теми проектами, которые либо не под силу частному бизнесу, либо не интересны ему из-за слишком длинного периода окупаемости.

Подобный опыт в истории нашей страны уже был. В конце ХIХ — начале XX вв. железные дороги строились как на сред­ства, полученные размещением специ­альных железнодорожных государствен­ных облигаций, так и на займы частных компаний, гарантированные правительством. Эти так называемые «гарантирован­ные» облигации были одними из самых популярных российских ценных бумаг то­го времени. На 1 января 1914 г. государ­ственные железнодорожные займы со­ставляли около 35% общего размера го­сударственного долга России.

Развитие фондового рынка может иметь и опосредованное отношение к эко­номическому росту, например, через по­вышение качества корпоративного управ­ления и прозрачности эмитентов, финан­совых инструментов, надежности и эффек­тивности финансовой инфраструктуры. Это позволит привлечь на финансовый рынок дополнительные средства инвесторов, на­пример «из-под матрасов» (30-50 млрд долл.) и вовлечь их в инвестиционный цикл. Инвестиционная часть пенсионных накоплений граждан (а она в 2010 г. бу­дет составлять не менее 20 млрд долл.) также может быть инвестирована только в качественные и надежные инструменты. Существенные средства могут поступить на рынок и от паевых инвестиционных фон­дов, аккумулирующих средства частных инвесторов. Их активы в настоящее время достигли почти 100 млрд руб. и выросли с начала 2003 .г. в б раз.

Конечно, развитие фондового рынка не является единственным «золотым ключиком» к процветанию и высоким темпам экономического роста. Вместе с тем при целенаправленных усилиях фондовый ры­нок может в ближайшие годы обеспечить до 20% инвестиций в основной капитал при нынешних 8-9%. Это будет замет­ным вкладом в ускорение экономическо­го развития России.

**Список литературы.**

* 1. Журнал «Рынок ценных бумаг» № 24 (279) 2004г.
  2. Журнал «Рынок ценных бумаг» № 22 (277) 2004г.
  3. Воровьев П.В. Ценные бумаги и фондовая биржа: - М.; 1998
  4. Галанова В.А., Басова А.И. Рынок ценных бумаг. – М.; 1996
  5. Меньшиков И.С. Финансовый анализ ценных бумаг. – М.; 1998
  6. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М., 1995
  7. Фельдман А.А., Лоскутов А.Н. Российский рынок ценных бумаг. – М., 1997г.

1. Синонимом понятия «рынок негосударственных бумаг» является термин «рынок корпоративных бумаг». [↑](#footnote-ref-1)
2. Информация о выпуске ценных бумаг и начисленных или выплаченных доходах является рекламой. [↑](#footnote-ref-2)
3. Оффшорная компания – это компания, зарегистрированная в стране или экономической зоне с льготным налогообложением. [↑](#footnote-ref-3)
4. М.С.Студентский. Биржа, спекуляция и игра. – С.Пб., 1882. – С.63-64. [↑](#footnote-ref-4)
5. Цит. По книге: П.Х.Линдерт. Экономика мирохозяйственных связей. – М., 1992. – С. 351. [↑](#footnote-ref-5)