*Введение.*

Преобладающим типом инвестиционных инструментов на российском рынке ценных бумаг являются акции акционерных обществ. Это объясняется несколькими причинами.

Во-первых, период "первоначального накопления", в который вступила российская экономика, требует ускоренных темпов перераспределения и мобилизаций на длительные сроки значительных финансовых ресурсов для создания новых крупных коммерческих структур. Наилучшим способом такой не зависимой от государства мобилизации крупных денежных средств являются акционирование и выпуск акций.

Во-вторых, акции являются "вечным" инструментом, и акционерное общество при нормальном ходе событий не обязано возвращать внесенные акционерами средства. Поэтому многие коммерческие организации предпочитают выпускать акции вместо разнообразных долговых обязательств.

В-третьих, значительное влияние на предпочтения инвесторов и эмитентов оказывает психологическая установка на переход к капитализму, к частной собственности. Акции же - обязательный атрибут капитализма. Сейчас мода на акции перевешивает потребности в грамотной оценке рисков. связанных с инвестированием в акции.

В-четвертых, в настоящее время именно вопросы акционирования наиболее разработаны в действующем законодательстве. Среди всех видов ценных бумаг акции наиболее известны участникам рынка.

Вместе с тем обращающиеся на российском рынке акции являются гораздо более рисковыми инструментами, чем аналогичные инструменты на Западе. Это обусловлено следующим:

Во-первых, общий кризис в экономике России не может одновременно сопровождаться достаточным ростом доходности функционирующих в этих условиях предприятий и организаций, в том числе и акционерных. Поэтому не приходится надеяться на высокую доходность рынка акций, а также на их достаточную надежность.

Во-вторых, лишь немногие создаваемые в России акционерные общества, чьи акции предлагаются к широкой продаже, являются предприятиями с солидным стажем и послужным списком (например, КАМАЗ). В своем большинстве акционерные общества - это вновь образуемые организации, в значительной части финансовой направленности (инвестиционные компании, банки). Отсутствие многолетней статистики работы этих организаций и неопределенность их будущего резко снижаюткачество экспертных оценок эффективности вложений в эмитируемые ими акции.

В-третьих, рынок ценных бумаг в России не достиг еще уровня цивилизованности, когда нормой жизни этого рынка является обязательное представление инвестиционной публике самой полной информации о предлагаемых на рынке ценных бумагах. Многие эмитенты не открывают данных, позволяющих грамотно судить об их ценных бумагах, система рыночной информации грешит неразвитостью. Приходится сталкиваться и с недобросовестностью эмитентов и профессиональных участников рынка ценных бумаг.

В-четвертых, часто встречаются случаи выпуска акций эмитентами без достаточно проработанных проектов использования денежных средств, полученных от этих выпусков. При этом вложения инвесторов обеспечиваются лишь самими денежными средствами, внесенными в ходе выпуска. В таких ситуациях акционерные общества никак не могут гарантировать инвесторам достаточного уровня дохода по акциям, а также защиту от возможности банкротства.

Рынка государственных ценных бумаг в России почти нет. Это может быть объяснено следующими причинами:

неразработанностью рыночных процедур реализации и торговли государственными ценными бумагами;

относительно невыгодными финансовыми условиями выпущенных российских государственных облигаций;

общим экономическим кризисом в хозяйстве республики, который делает невыгодным выпуск долговых обязательств вообще, а государственных в частности.

1991 год был годом взлета цен на ценные бумаги, годом биржевого бума. Начало 1992 г. сопровождалось резким охлаждением рынка, падением цен, стагнацией операций. Причина этого - главным образом окончание ажиотажной волны биржевой эйфории, начало рассудительных и взвешенных действий. К концу 1991 г. цены на многие акции оказались многократно завышенными по сравнению с разумным уровнем, определяемым реальной доходностью этих акций. Окончание финансового года привело к необходимости определить и обнародовать реальные достижения за год. Так, в среднем доходы по акциям за 1991 г колебались в рамках 10-20 % к номиналу, а по сравнению с завышенной ценой этих акций их реальная доходность была гораздо ниже. Это не могло не сопровождаться переоценкой отношения инвесторов к рыночным ценам на акции.

Наряду с этим расширяющийся платежный кризис показал абсолютную неликвидность рынка, отсутствие стабильного вторичного рынка ценных бумаг.

Вместе с тем наметились первые сдвиги в процессе самоорганизации участников рынка ценных бумаг, выделились некоторые относительно стабильные их объединения, которые начинают играть все большую роль в развитии рынка.

Число участников рынка ценных бумаг стремительно растет, их деятельность профессионализируется. Появляются многочислительные новые выпуски ценных бумаг. Создаются первые клиринговые центры и депозитарии.

Можно заключить, что рынок ценных бумаг в России находится все еще в фазе зарождения. Однако темпы, которыми он развивается, гораздо более быстрые, чем эволюция рынка ценных бумаг в свое время на Западе. Это вселяет, с одной стороны, надежды на скорейшее обретение рынком ценных бумаг достаточного уровня цивилизованности, с другой стороны, порождает неизбежные издержки роста и высокий риск при работе на этом рынке.

Банк России придерживается нейтралитета в отношении многих конкурирующих между собой биржевых структур фондового рынка и не участвует своими средствами и именем ни в одной из них. Такая позиция обусловлена тем, что Банк России не считает нужным отдавать приоритет одной или нескольким из многих коммерческих структур до того момента, пока эволюция биржевой системы сама не выделит бесспорного лидера или нескольких лидеров на рынке ценных бумаг. Банк России не считает необходимым включаться в конкурентную и политическую борьбу различных биржевых структур и поддерживать одних в ущерб другим.

Одновременно Банк России с равным уважением относится к разным участникам рынка ценных бумаг и готов оказывать им одинаковую методологическую поддержку. Это касается прежде всего общественных организаций - участников рынка ценных бумаг, интеллектуальное сотрудничество с которыми ценится и приветствуется.

***Глава 1******. Сущность рынка ценных бумаг.***

В странах с рыночной экономикой возможности государственного вмешательства в распределение материальных и финансовых ресурсов ограничены. Большинство предприятий, будучи основанными либо на индивидуальной, либо на коллективной собственности, самостоятельно изыскивают материальные и денежные ресурсы на рынках, через которые распределяется подавляющая часть общественного продукта как в натурально-вещественной, так и в стоимостной формах.

Рынок, на котором продаются и покупаются материальные ресурсы, получил название рынок реальных активов. Рынок, обеспечивающий распределение денежных средств между участниками экономических отношений, называется финансовым рынком. Принимая во внимание различные формы, в которых денежные ресурсы обращаются на финансовом рынке, в его составе можно выделить рынок банковских кредитов и рынок ценных бумаг.

Рынок банковских кредитов охватывает отношения, возникающие по поводу предоставления кредитными учреждениями платных и возвратных ссуд,

не связанных с оформлением специальных документов, которые могут самостоятельно продаваться, покупаться или погашаться.

Рынок ценных бумаг охватывает как кредитные отношения совладения, выражающиеся через выпуск специальных документов (ценных бумаг), которые имеют собственную стоимость и могут продаваться, покупаться и погашаться.

Ценная бумага представляет собой документ, который отражает связанные с ним имущественные права, может самостоятельно обращаться на рынке и быть объектом купли-продажи и иных сделок, служит источником получения регулярного или разового дохода, выступает разновидностью денежного капитала. В прошлом ценные бумаги существовали исключительно в физической осязаемой, бумажной форме и печатались типографическим способом на специальных бланка с достаточно высокой степенью защищенности от возможных подделок. В последнее время, в связи со значительным увеличением оборота ценных бумаг, многие перешли в безналичную, физически неосязаемую (безбумажную) форму. Поэтому на рынке ценных бумаг выпускаются, обращаются и погашаются как собственно ценные бумаги, так и их заменители. Объекты сделок на рынке ценных бумаг также называются инструментами рынка ценных бумаг, фондами (в значении "денежные фонды") или фондовыми ценностями. В случае, если ценные бумаги не существуют в физически осязаемой форме или их бумажные бланки помещаются в специальные хранилища, владельцу ценной бумаги выдается документ, удостоверяющий его право собственности на ту или иную фондовую ценность. Этот документ называется сертификатом ценной бумаги. Сертификаты ценных бумаг могут выпускаться и на предъявителя для замещения собой нескольких однородных ценных бумаг (подобно денежным купюрам различного достоинства). В последнем случае сертификат не содержит информации о владельце фондовой ценности.

В зависимости от того, какой классификационный признак кладется в основу, рынок ценных бумаг может быть условно разделен на отдельные сектора (рынки в более узком значении этого слова) несколькими различными способами. Возможные классификации рынка ценных бумаг различаются по следующим основным признакам: эмитентам; экономической природе ценных бумаг; связи ценных бумаг с их первичным размещением и последующим обращением; длительности периодов привлечения временно свободных средств; способу выплаты дохода; территориям, на которых обращаются пенные бумаги; уровню риска.

Ценные бумаги выпускаются разными субъектами. В самом общем виде выделяются три основные группы их эмитентов: государство, частный сектор, иностранные субъекты. Соответственно все ценные бумаги могут быть условно отнесены к государственным, частным или международным. В составе каждой из основных групп эмитентов просматриваются отдельные подгруппы. Например, государственные ценные бумаги могут выпускаться центральным правительством, органами власти на местах, отдельно относительно независимыми государственными учреждениями (почтой, железнодорожной службой и др.), а также организациями, пользующимися государственной

поддержкой. Среди ценных бумаг, выпускаемых частным сектором, выделяются ценные бумаги промышленных фирм, коммерческих банков, инвестиционных фондов и др. Международные ценные бумаги делятся как по валютам, в которых исчисляются их стоимости, так и по видам эмитентов.

Исходя из экономической природы инструментов рынка ценных бумаг в их составе могут быть выделены ценные бумаги выражающие отношения совладения; ценные бумаги, посредующие кредитные отношения; производные фондовые ценности.

К ценным бумагам, выражающим отношения совладения (долевым ценным бумагам), относятся акции. В состав ценных бумаг, посредующих кредитные отношения, входят различные формы долговых обязательств: облигации, казначейские ноты, казначейские векселя и др. К производным документам фондового рынка относятся обратимые облигации (например, облигации, которые спустя определенное время могут быть обменены на акции), обратимые привилегированные акции (привилегированные акции, которые в некоторый период времени обмениваются на обыкновенные акции), специальные ценные бумаги банков и некоторые другие инструменты. Отдельную разновидность производных фондовых ценностей представляют права и обязанности, вытекающие из опционных контрактов, т.е. договоров, в соответствии с которыми одна из сторон приобретает возможность купить или продать некоторые ценные бумаги по фиксированной цене на определенный момент времени в будущем, а другая сторона обязуется при необходимости обеспечить реализацию указанного права.

В цепочке сделок по купле-продаже ценной бумаги одна всегда является первой (первичной), обеспечивающей поступление фондовой ценности на рынок. Все остальные носят вторичный (производный) характер, ибо они связаны с перепродажей уже поступившего на рынок инструмента другим субъектам. Учитывая существенные различия в способах первоначального размещения ценных бумаг и их последующего обращения, выделяют первичный и вторичный рынки ценных бумаг.

Принимая во внимание длительность периодов, на которые привлекаются временно свободные денежные средства, в составе рынка ценных бумаг выделяют денежный рынок и рынок капиталов. На денежном рынке можно привлечь временно свободные средства на небольшой период (до одного года). На рынке капиталов денежные ресурсы привлекаются на длительные сроки (более одного года). В свою очередь, на рынке капиталов обращаются среднесрочные и долгосрочные ценные бумаги. Классификация ценных бумаг по длительности периодов, на которые привлекаются временно свободные денежные средства, относится главным образом к долговым инструментам, ибо ценные бумаги, выражающие отношения совладения, как правило, выпускаются на неопределенно долгое время.

Исходя из механизма выплаты доходов различаются ценные бумаги с фиксированным доходом и ценные бумаги с изменяющимся (плавающим) доходом. Обычно твердый фиксированный процентный дохода приносят облигации и иные виды долговых инструментов. Однако фиксированные доходы могут выплачиваться и привилегированным акциям, поэтому разделение ценных бумаг на сферы в данном разрезе не совпадает с классификацией исходя из экономической природы фондовых ценностей.

С учетом территорий, на которых обращаются ценные бумаги, выделяют: региональные (местные), национальные и мировые (международные) рынки ценных бумаг.

Ценные бумаги условно различаются по степени риска, связанного с их владением.

Фондовые ценности могут выпускаться для первичного размещения на рынке, обращаться на нем (продаваться и покупаться), погашаться (т.е. изыматься из обращения с выплатой владельцам определенной компенсации), выступать в качестве объекта залога и страхования, быть предметом заключения срочных контрактов и являться объектами иных операций. Субъекты, принимающие участие в указанных операциях с ценными бумагами, являются участниками рынка ценных бумаг.

Ввиду многообразия операций с фондовыми ценностями и многогранности функций, которые выполняются разными участниками рынка ценных бумаг, можно классифицировать их по следующим признакам: по характеру экономического поведения, по уровню профессиональности и видам деятельности по ценным бумагам, по отношению к гражданству конкретной страны.

Принимая во внимание характер экономического поведения различных участников рынка ценных бумаг, их можно разделить на государство, население и коммерческие организации (институциональных участников). В свою очередь, коммерческие организации делятся на нефинансовые и финансовые. К последним относятся: коммерческие банки, инвестиционные банки, страховые компании, инвестиционные фонды, пенсионные фонды и др.

С учетом того, является ли деятельность по ценным бумагам основной для того или иного субъекта, выделяют профессиональных и непрофессиональных участников рынка ценных бумаг. Профессиональные участники рынка ценных бумаг, как правило, имеют разрешение (лицензию) от органов государственного регулирования или саморегулирующихся организаций, действующих на финансовом рынке, на осуществление некоторого вида деятельности по ценным бумагам.

Существуют четыре основных вида деятельности, которые осуществляют участники фондового рынка; посредническая деятельность по выпуску и первоначальному размещению ценных бумаг, посредническая (брокерская) деятельность по купле-продаже ценных бумаг, коммерческая (дилерская) деятельность и прочие производные виды деятельности.

Посредническая (инвестиционная банковская) деятельность по выпуску ценных бумаг связана с принятием и исполнением заказов эмитентов на первичное размещение ценных бумаг.

Коммерческая (дилерская) деятельность по ценным бумагам представляет собой совершение сделок по купле и продаже ценных бумаг от своего имени и за свой счет с обязательством заключать сделки по объявляемым ценам покупки и продажи.

К комиссионной (брокерской) деятельности по ценным бумагам относятся осуществление за комиссионное вознаграждение сделок по купле и продаже ценных бумаг от своего имени за счет другого лица по его поручению, а также деятельность по юридическому оформлению сделок на покупку и продажу ценных бумаг между членами фондовых бирж и определению официального биржевого курса ценных бумаг.

Клиринг - система безналичных расчетов, основанная на зачете взаимных требований и обязательств. Используется во внутренних и международных расчетах.

Ряд видов деятельности, не связанных с вышеперечисленными, входит в категорию прочих; эта категория охватывает оказание консультационных услуг в области операций с ценными бумагами, а также услуг по хранению, учету и ведению расчетов по сделкам с фондовыми ценностями.

***1.1. Виды ценных бумаг.***

Создание финансового рынка в нашей стране тесно связано с процессом приватизации, с переходом на акционерную форму собственности и выпуском акций на рынок. Ценные бумаги только тогда являются капиталом, когда существует их свободное обращение от одного владельца у другому. Это возможно только при условии, что в стране будет создано достаточное количество акционерных обществ, прежде всего открытого типа, что позволит аккумулировать все, даже самые большие, денежные суммы.

Ценная бумага - это документ, удостоверяющий имущественное право, которое может быть осуществлено только при предъявлении подлинника этого документа. Ценная бумага представляет собой воплощение абстрактного имущественного права, которое может передаваться от одного лица к другому посредством передачи самой ценной бумаги.

Чтобы считаться ценной бумагой, денежный документ должен признаваться в качестве такового в законодательстве данного государства. В свою очередь закон определяет формальные требования, необходимые реквизиты, которым в этом плане должен отвечать такой документ. Будучи составлен с нарушением установленных требований, он не может рассматриваться в качестве ценной бумаги.

Названные основополагающие свойства ценной бумаги существенным образом влияют на характер осуществления воплощенных в ней имущественных прав. Во-первых, утрата ценной бумаги, влечет за собой невозможность для ее владельца осуществлять такое право. Во-вторых, должник (т.е. лицо, которое обязано произвести исполнение) при предъявлении ему ценной бумаги не может ссылаться на отсутствие основания обязательства или на недействительность последнего. Например, не имеет права отказываться от оплаты, мотивируя тем, что он не получил исполнения обязательства (не получил денежной суммы, ради которой выписывал вексель, и т.п.). В-третьих, как следствие этой особенности осуществления права, воплощенного в ценной бумаге, существует весьма ограниченный перечень обстоятельств, по которым должник может отказаться от исполнения обязательства, ссылаясь лишь на ее недействительность. Недействительность ценной бумаги может быть двоякого плана:

1. абсолютная, т.е. имеющая место вследствие подлога или подделки (такого рода заявления могут быть сделаны против любого держателя недействительной бумаги);

2. относительная, выражающаяся в заявлении должника о том, что держатель неправомерно владел ценной бумагой, например похитил ее, такие заявления могут выдвигаться лишь в отношении конкретного держателя).

Если в основу положить характер субъекта, осуществляющего их выпуск, то можно выделить ценные бумаги: а) государственные и б) выпускаемые частными лицами. С точки зрения содержания различаются денежные (т.е. содержащие денежные требования, например чеки, векселя, облигации и т.п.) и товарные ценные бумаги (т.е. закрепляющие права, чаще всего собственности или же залога, например коносаменты, в ряде случаев с юридической точки зрения имеет деление ценных бумаг в зависимости от способа легитимации (узаконения) управомоченного на бумагу лица (владельца). В соответствии с данным критерием выделяются ценные бумаги: а) именные, б) ордерные и в) на предъявителя.

**Под именной** понимается такая ценная бумага, которая легитимирует (т.е. управомочивает) своего держателя в качестве субъекта выраженных в ней прав, если он назван в качестве такового в тексте самого денежного документа. Для некоторых видов ценных бумаг необходимо еще и занесение имени держателя в специальную книгу. Такое требование действует, в отношении именных акций.

**Ордерной** называется ценная бумага, держатель которой легитимирован в качестве субъекта выраженного в ней права, если на нем останавливается непрерывный ряд передаточных надписей. То есть по ордерной ценной бумаге обязан исполнить обязательство указанному в документе лицу или приказу последнего - новому субъекту права. Тот в свою очередь может посредством аналогичного приказа, выраженного в индоссаменте, передать документ новому лицу. Таким образом, легитимация держателя ордерной ценной бумаги осуществляется как путем предъявления, так и непрерывным рядом передаточных надписей. Ордерными ценными бумагами могут быть чеки, векселя, коносаменты.

**Ценной бумагой на предъявителя** признается ценная бумага, для легитимации держателя которой достаточно одного лишь ее предъявления. Такими ценными бумагами являются акции, облигации, коносаменты и др.

**Акция -** это ценная бумаг, свидетельствующая о внесении известного пая в капитал акционерного общества и дающая право на получение части прибыли в виде дивиденда. Денежная сумма, обозначенная на акции, называется номинальной стоимостью акции. Цена, по которой акция продается

на рынке, именуется курсом акций. Курс акций находится в прямой зависимости от получаемого по ним дивиденда и обратной зависимости от нормы процента. Акция должна содержать следующие реквизиты: фирменное наименование акционерного общества и его место нахождения; наименование ценной бумаги - "акция", ее порядковый номер, дату выпуска, вид акции (простая или привилегированная) и ее номинальную стоимость, имя держателя (для именной акции); размер уставного фонда акционерного общества на день выпуска акций, а также количество выпускаемых акций; срок выплаты дивидендов; подпись председателя правления акционерного общества.

Выпускаются следующие категории акций:

а) акции трудового коллектива. Они распространяются только среди работников своего предприятия; б) акции предприятий. Они распространяются среди других предприятий и организаций; в) акции акционерных обществ, распространяемые путем открытой подписки на них либо в порядке распределения всех акций между учредителями. Акции могут выпускаться как именные, так и на предъявителя. Акционерное общество может выпускать простые (обыкновенные) акции и привилегированные. **Прив****илегированная акция** дает право на :

- получение фиксированного дивиденда, т.е. на первоочередное право по сравнению с другими акционерами :

- привилегию в первую очередь претендовать на имущество предприятия в случае его ликвидации.

Обычно привилегированные акции не дают права голоса при решении дел компании. Они не могут быть выпущены на сумму, превышающую 10% уставного фонда акционерного общества.

Эти акции могут быть кумулятивными и с некумулятивным дивидендом. Владельцам кумулятивных привилегированных акций выплачиваются дивиденды, включая тот период, когда предприятие несло убытки. Предположим, что предприятие должно выплачивать владельцам этих акций 100.000 рублей. В один год предприятие несет убытки и дивидендов не выплачивает. На следующий год предприятие решило направить на выплату дивидендов 250.000 рублей. Если есть привилегированные акции с кумулятивными дивидендами, то их владельцы получают 200.000 рублей, а 50.000 рублей будет распределено между владельцами обыкновенных акций.

**Обыкновенная акция** не имеет фиксированной нормы прибыли сумма выплачиваемых дивидендов зависит в основном от объема доходов и от решения собрания акционеров о том, какую часть доходов направить на дивиденды.

Акции, распределяемые среди учредителей, называются **учредительскими.** Они дают некоторые преимущественные права, например, дополнительное количество голосов на общих собраниях акционеров, их владельцы играют главную роль в управлении предприятием. На долю владельцев приходится наибольшая часть прибыли.

**Облигация -** ценная бумага, удостоверяющая внесение ее владельцам денежных средств и подтверждающая обязательство возместить ему

номинальную стоимость этой ценной бумаги в предусмотренный в ней срок, с уплатой фиксированного процента (если иное не предусмотрено условиями выпуска). Облигации всех видов могут распространяться среди предприятий и организаций только на добровольной основе.

**Срок выплаты облигации -** это время, в течении которого должна быть погашена полная стоимость облигации, он указывается на облигации. Облигации могут выпускаться под заклад и без заклада. Закладные облигации обеспечиваются физическими активами или ценными бумагами предприятия. Предприятие сохраняет контроль над имуществом, но в случае неуплаты долга заложенное имущество переходит к кредитору. Закладная хранится у доверенного лица (обычно в траст-компании), который и выступает от имени всех кредиторов или инвесторов в качестве гаранта их интересов. Закладные облигации могут быть замкнутого или открытого характера. Замкнутые облигации - это ценные бумаги, продажа которых ограничена определенным количеством. Открытые облигации не ограничивают числа выпущенных ценных бумаг.

Самостоятельным типом ценных бумаг является опцион. **Опцион -** это право приобрести или продать ценные бумаги по определенной цене в определенный момент в течении определенного срока. Опцион на покупку называется СА-опцион, а на продажу - ритопцион. Цена, по которой осуществляется покупка или продажа, называется ценой выполнения. Опцион, который должен быть выполнен в определенную дату, называется европейским опционом; а опцион, который может быть выполнен в любое время определенного срока, называется американским. Цена выполнения может быть выбрана как выше, так и ниже текущей цены акции.

**Варрант или право.** Варранты дают право их владельцу приобретать акции или облигации предприятия по льготным ценам. Цена права незначительно колеблется вокруг разницы между подписной и рыночной ценой. Возникает рынок прав. Варрант похож на опцион, но он выпускается на более продолжительный срок, обычно на несколько лет.

В торговле ценными бумагами термин "сертификат" имеет два значения: 1. документ, являющийся свидетельством права на владение акций и облигаций; 2. наименование облигаций специальных государственных займов.

**Акционерный сертификат -** это документ удостоверяющий юридическое право собственности на рядовые акции.

**Сертификат депозитный -** это инструмент денежного рынка, выпускаемый банками.

**Вексель -** это письменное долговое обязательство строго установленной формы, выдаваемой заемщиком (векселедателем) кредитору (векселедержателю), предоставляющее последнему право требовать от заемщика уплаты к определенному сроку суммы денег, указанных в векселе. Вексель - это ценная бумага, разновидность кредитных денег. Различают простой вексель и переводной.

**Простой вексель** представляет ничем необусловленное обязательство векселедателя уплатить по наступлении срока определенную сумму денег

держателю векселя. **Переводной вексель** (тратта) содержит письменный приказ векселедержателя (трассанта), адресованный плательщику (трассату), об уплате указанной в векселе суммы денег третьему лицу - первому держателю векселя. Трассат становится должником по векселю только после того, как акцептуется вексель, т.е. согласится на оплату, поставив на нем подпись. Варрант векселя, именуемый обеспеченным векселем, используется компаниями по финансированию продаж.

***II. Виды рынков ценных бумаг***

Финансовый рынок делится на первичный и вторичный. Первичный финансовый рынок формируется за счет эмиссии ценных бумаг предприятиями. Продажа ценных бумаг может быть прямой и косвенной. Прямое инвестирование - это публичная продажа ценных бумаг населению или незначительному числу инвесторов институционального типа. Косвенное инвестирование - это продажа ценных бумаг через посредника, им является обычно банк или брокерская контора. При этом предприятие заключает договор с дилером по продаже ценных бумаг.

Вторичный рынок - это повторная купля или продажа ценных бумаг. Он включает биржу и неучтенный рынок. Неучтенный, или "уличный рынок" -это продажа ценных бумаг через дилеров или брокеров. Брокер - посредник при заключении сделок, действующий по поручению и за счет клиентов, получая от них за это комиссионные. Дилер - это лицо (или фирма), осуществляющее биржевое или торговое посредничество за свой счет. Фондовая биржа - это организованный рынок ценных бумаг. Организатором торгов на бирже является маклер. Маклер - посредник на бирже, работающий за жалованье.

Обособленной частью, но очень важной, является денежный рынок, на котором обращаются краткосрочные (до года) и долговые обязательства, в основном казначейские векселя.

От владения ценными бумагами можно получать два вида дохода: инвестиционный и спекулятивный. Инвестиционный доход - это доход от простого владения ценными бумагами, который относительно стабилен. Спекулятивный доход - это доход от владения ценной бумагой, цена которую возросла больше ожидаемой.

***2.1. Виды первичных рынков***

Среди инструментов рынка ценных бумаг важное место занимают государственные долговые обязательства. Их эмитентами являются центральные правительства, органы власти на местах, учреждения и организации, пользующиеся государственной поддержкой.

Государственные ценные бумаги выпускаются для: финансирования текущего бюджетного дефицита; погашения ранее размещенных займов; обеспечения кассового обслуживания государственного бюджета; сглаживания неравномерности поступления налоговых платежей; обеспечения коммерческих банков ликвидными резервными активами; финансирования целевых программ, осуществляемых местными органами власти; поддержки социально значимых учреждений и организаций.

Выпуск государственных ценных бумаг является наиболее экономически целесообразным методом финансирования бюджетного дефицита по сравнению с практикой заимствования средств в центральном банке и привлечением доходов от эмиссии денег. Действительно, использование кредитных ресурсов центрального банка сужает его возможности регулирования ссудного рынка и поэтому практически во всех странах с рыночной экономикой установлены ограничения на доступ правительства к этим ресурсам. Покрытие дефицита бюджета через эмиссию денег приводит к поступлению в оборот необеспеченных реальными активами платежных средств и связано с инфляцией, расстройством денежного обращения.

Необходимость выпуска долговых инструментов может появиться в связи с потребностью погашения ранее выпущенных правительством займов даже при без дефицитности бюджета текущего года. Кроме того, независимо от наличия указанных причин, в рамках одного бюджетного года нередко возникают относительно короткие разрывы между государственными доходами и расходами. Они обычно связаны с тем, что пик поступлений платежей в бюджет приходится на определенные даты, установленные для их уплаты и подачи налоговых деклараций, в то время как бюджетные расходы имеют более распределение по времени. Поэтому государство может прибегать к выпуску краткосрочных ценных бумаг также в целях кассового исполнения бюджета.

Выпуск некоторых видов государственных ценных бумаг может способствовать сглаживанию неравномерности налоговых поступлений, устраняя тем самым причину кассовой несбалансированности бюджета.

В ряде стран краткосрочные государственные ценные бумаги в разные периоды использовались в целях обеспечения коммерческих банков ликвидными активами. Коммерческие кредитные учреждения помещают в выпускаемые правительством фондовые инструменты часть своих ресурсов, главным образом из резервных фондов, которые благодаря этому не омертвляются, а приносят доход.

Государственные ценные бумаги могут выпускаться для финансирования программ, осуществляемых органами власти на местах, а также для привлечения средств во внебюджетные фонды. Государство вправе выпускать не только свои собственные ценные бумаги, но и давать гарантии по долговым обязательствам, эмитируемым различными учреждениями и организациями, которые по его мнению заслуживают правительственной поддержки. Такие долговые обязательства приобретают статус государственных ценных бумаг. Масштабы заимствования государством средств на фондовом рынке в различных странах с рыночной экономикой далеко неодинаковы, например: соотношение между общим объемом государственных ценных бумаг и валовым внутренним продуктом в Италии составляло 50.6 %, в Японии -40.4 %, во Франции - 17.7 %, а в ФРГ - 16.6 %.

Финансирование государственного долга посредством выпуска государственных ценных бумаг сопряжено с меньшими издержками, чем привлечение средств с помощью банковских кредитов. Это связано с тем, что правительственные долговые обязательства отличаются высокой ликвидностью и инвесторы испытывают гораздо меньше затруднений при их реализации на вторичном рынке, чем при перепродаже ссуд, предоставленных взаймы государству. Поэтому государственные ценные бумаги в странах с рыночной экономикой, являются одним из основных источников финансирования внутреннего долга. Доля государственных ценных бумаг в неоплаченном • внутреннем долге в Великобритании составляет 88.6 %, во Франции - 82.7 %, в Японии - 66.2 %, в США - 62.8 % (***М.Алексеев "Рынок ценных бумаг" М:******"Финанс******ы и статистика" 1992 г.*** ***стр 19)***

.

Первичное размещение государственных ценных бумаг обычно осуществляется при посредничестве многих субъектов. Среди них главенствующее положение занимают преимущественно центральные банки, которые организуют работу по распределению новых займов, привлекают инвесторов, а в ряде случаев приобретают крупные пакеты правительственных долговых обязательств. В некоторых государствах указанные функции выполняются министерствами финансов, либо относительно самостоятельными подразделениями по управлению государственным долгом. В большинстве стран с рыночной экономикой допускается участие в качестве посредников при первичном размещении государственных ценных бумаг частных финансово-кредитных учреждений и организаций (коммерческих и инвестиционных банков, финансовых компаний и др.). В то же время в ряде государств накладываются определенные запреты на участие коммерческих банков в подобной деятельности.

Наиболее распространенным типом государственных фондовых инструментов являются рыночные ценные бумаги, которые могут свободно обращаться и перепродаваться после первичного размещения другим субъектам. Классическим примером рыночных ценных бумаг служат казначейские векселя, которые выпускаются большинством экономически развитых стран обычно на срок не более одного года, в основном, в целях кассового исполнения бюджета. К рыночным ценным бумагам также относят различные среднесрочные иструменты (они называются нотами) и долгосрочные государственные долговые обязательства (облигации). В разных странах отдают предпочтение выпуску различных типов рыночных долговых инструментов. В США в общем объеме выпущенных правительственных ценных бумаг наибольшую долю составляли среднесрочные ноты (60.3 %), то в Японии и ФРГ преобладающее положение занимали долгосрочные облигации (соответственно 92,0 % и 60.6 %), а доля краткосрочных долговых обязательств была незначительной (соответственно 2.5% и 3.1 %).

Нерыночные государственные долговые инструменты не могут свободно переходить от одного их держателя к другому. Они предназначены для размещения среди населения. Через распространение не обращающихся на рынке долговых обязательств правительства иногда пытаются регулировать деятельность коммерческих банков, ибо покупка населением нерыночных ценных бумаг сокращает возможности помещения средств в банковские депозиты частных кредитных учреждений. Нерыночные ценные бумаги, которые невозможно ни продать другим лицам, ни погасить до истечения определенного срока, оказываются эффективными в условиях нестабильного рынка кредитных ресурсов, когда вкладчики начинают избавляться от рыночных ценных бумаг.

Первичное размещение государственных ценных бумаг может осуществляться путем аукциона, открытой продажи либо индивидуально.

При проведении аукциона потенциальные покупатели направляют его устроителям заявки, в которых указывается объем ценных бумаг, которые они считали бы возможным приобрести в случае, если бы продажа осуществлялась по указанной в заявке цене или с выплатой отраженных в ней процентов. Аукционная форма первичной реализации государственных ценных бумаг используется в большинстве экономически развитых стран при размещении краткосрочных долговых обязательств, а в отдельных государствах - при реализации среднесрочных и долгосрочных кредитных инструментов. Аукционная продажа государственных долговых обязательств осуществляется либо с предварительным объявлением об общем объеме их выпуска, либо без такового. В первом случае в рамках объявленного объема должны быть удовлетворенны все заявки с наилучшими предложениями. Недостатком такого подхода является потенциальная возможность признания займов несостоявшимися в случае если суммарная величина заявок окажется меньше объявленного объема выпуска.

Участие в аукционе может происходить на конкурентной и неконкурентной основе. Делая конкурентное предложение, потенциальный покупатель указывает в подаваемой им заявке условия размещения займа, представляющиеся ему приемлемыми. Неконкурентные заявки, принимаемые обычно с ограничениями по объему, удовлетворяются полностью исходя из условий, сложившихся в среднем по результатам конкурентных торгов. Аукционы могут проводиться по так называемой голландской или обычно (американской) системе. В рамках голландского аукциона заявки на приобретение ценных бумаг удовлетворяются на единых условиях, сложившихся по результатам конкурентных торгов. Заявки участников обыкновенного аукциона, принятые к исполнению, удовлетворяются на тех условиях, которые указаны в каждой отдельной заявке. Преимущества американского метода проведения аукциона заключается, во-первых, в более высоком уровне ответственности, которую потенциальные покупатели при определении подходящих для них условий выпуска, а, во-вторых, в том что установленный по результатам такого аукциона уровень доходности ценных бумаг сопряжен с относительно меньшими (по сравнению с голландской системой) издержками по оплате государственного займа.

Открытая продажа государственных ценных бумаг обычно происходит в течении долгого времени (от нескольких недель до нескольких месяцев), в течение которого ценные бумаги продаются всем желающим на единых условиях, которые публично объявляются заранее. По мере осуществления открытой продажи ее условия могут корректироваться с учетом состояния рыночной конъюктуры. При этом эмитент государственных ценных бумаг в лице министерства финансов прибегает к услугам посредников (агентов), в качестве которых могут выступать центральный банк, консорциум коммерческих банков или фирмы, специализирующиеся на операциях с правительственными долговыми инструментами. Обычно уровень доходности облигаций, предлагаемых на условиях открытой продажи, и объем их выпуска определяются министерством финансов, государственным (центральным) банком или специальной организацией, отвечающей за размещение государственного долга. Этому, предшествует анализ рыночной конъюнктуры и совещания с представителями деловых кругов.

При индивидуальном размещении ценных бумаг правительства (в лице министра финансов) непосредственно, либо через посредников проводят переговоры с одним или несколькими крупными инвесторами, в ходе которых оговариваются условия получения государством кредита под выпуск долговых обязательств (объем выпуска, процентная ставка, сроки и порядок погашения, цена продажи и др.).

Мировой практике известны несколько способов выплаты доходов по государственным ценным бумагам. В их числе: установление фиксированного процентного платежа; применение ступенчатой ставки; использование плавающей ставки процентного дохода; индексирование номинальной стоимости ценных бумаг; реализация долговых обязательств со скидкой (дискотом) против их нарицательной цены; проведение выигрышных займов.

Установление фиксированного процентного платежа является распространенной и наиболее простой формой выплаты дохода по государственным долговым обязательствам. Однако в условиях инфляции и быстро меняющейся рыночной конъюнктуры с течением времени неизменный по уровню доход теряет свою привлекательность. В подобных ситуациях используют более сложные механизмы выплаты процентов, которые повышают конкурентоспособность правительственных ценных бумаг на фондовом рынке.

Применение ступенчатой процентной ставки позволяет стимулировать сохранение государственных долговых обязательств на руках у их держателей. При этом устанавливается несколько дат, по истечении которых владельцы ценных бумаг могут либо погасить их, либо оставить до наступления следующей даты. В каждый последующий период ставка процента возрастет. Иногда практикуется выпуск среднесрочных государственных ценных бумаг, которые предоставляют их владельцам право выбора между погашением возможностью обмена в течении определенного периода на другие ценные бумаги с более высокой ставкой процента.

Ставка процента по государственным ценным бумагам может быть плавающей, т.е. изменяющейся регулярно (каждые полгода и т.п.) в соответствии с динамикой учетной ставки центрального банка или уровнем доходности государственных ценных бумаг, размещаемых путем аукционной продажи.

В отдельных странах (например, в Великобритании) в качестве антиинфляционной меры практикуют выпуск облигаций с номиналом, индексируемым с учетом роста индекса потребительских цен.

По некоторым государственным ценным бумагам проценты могут не выплачиваться. Их владельцы получают доход благодаря тому, что покупают подобные фондовые инструменты с дисконтом (скидкой против нарицательной стоимости), а погашают - по номиналу.

В Швеции и некоторых других странах доход по государственным ценным бумагам выплачивается в форме выигрышей, достающихся отдельным их владельцам по итогам регулярно проводимых тиражей.

Государственные ценные бумаги выпускаются не только центральным правительством, но и органами власти на местах. Обычно доход по таким ценным бумагам облагается налогом на льготных условиях. В странах с развитой рыночной экономикой широко распространена практика выпуска ценных бумаг отдельными государственными органами, а также учреждениями, получающими правительственную поддержку, агентствами и международными институтами. Одни из этих ценных бумаг полностью гарантируются государством, другие получают частичные правительственные гарантии, что повышает уровень ликвидности.

Рыночные государственные ценные бумаги активно продаются на вторичном рынке. Они привлекают инвесторов как самые надежные и безопасные виды фондовых инструментов. Правительственные долговые обязательства принимаются к котировке на фондовых биржах, однако, подавляющий объем сделок с ними совершается в внебиржевом обороте.

***2.2. Виды вторичных рынков.***

Существует множество разновидностей рынков, на которых могут заключаться сделки по купле-продаже ценных бумаг.

Наиболее простой формой организации фондовой торговли является стихийный рынок. Стихийный рынок подобен обыкновенному рыночному месту, на котором продаются и покупаются товары. Здесь продавцы и покупатели, общаясь между собой, определяют уровень спроса и предложения на те или иные фондовые ценности и заключают сделки непосредственно друг с другом. При этом условия заключения сделок, остаются известными лишь участвующим в них сторонам и не становятся достоянием широких слоев инвестирующей публики. Факт заключения сделки на стихийном рынке зависит от того, насколько удачно случай сводит продавцов и покупателей, а условия совершения разных торговых операций могут существенно различаться даже в случае, если они происходят в один и тот же момент.

С течением времени стихийные фондовые рынки уступали место организованным рынкам, которые существуют в нескольких формах.

Одной из форм организованных рынков по торговле фондовыми ценностями являются простые аукционные рынки. Они могут функционировать тем успешней, чем в более монопольном положении оказываются продавцы и чем больше имеется покупателей, предъявляющих высокий платежеспособный спрос на фондовые инструменты. Классическим примером простых аукционов служит практика распространения краткосрочных государственных казначейских векселей.

В нашей стране возрождение фондовой торговли началось с организации простых аукционных рынков, которые во многих отношениях копировали механизм заключения сделок на товарных биржах. При этом продавцы заблаговременно до начала торговых собраний подают свои предложения на продажу тех или иных фондовых инструментов, которые сводятся в котировочных бюллетенях. Котировочные бюллетени раздаются участникам торговых собраний, которые при наличии у них интереса к предлагаемой фондовой ценности вступают между собой соревнование за право приобрести ее, последовательно назначая все более высокие цены. Покупателями становятся участники аукциона, назначавшие самую высокую цену.

Простые аукционные рынки эффективны далеко не во всех случаях. Если продавцы не обладают абсолютной монополией на предлагаемые ими фондовые инструменты и если не существует достаточно высокого спроса на их товары, то проведение простого аукциона может быть сопряжено с целым рядом проблем. В рамках простого аукциона в преимущественном положении оказываются те продавцы, которые раньше других выставили товар для продажи, т.к. первые покупатели обычно согласны заплатить за право его приобретения самые высокие цены. По мере того, как наиболее заинтересованные участники выбывают из аукциона, цена на товар снижается и каждый последующий продавец только лишь в силу своего положения в очереди на право продать оказывается поставленным в худшие условия по сравнению со своими предшественниками. Поэтому чем больше лиц желают продать однородные товары, тем меньше оснований для проведения простых аукционов.

Между тем ценные бумаги являются именно тем товаром, который отличается большой однородностью и наличием значительного числа потенциальных продавцов. Исключение из этого правила составляют лишь размещаемые на первичном рынке некоторые разновидности государственных ценных бумаг, на распространение которых государство обладает полной монополией. Поэтому простые аукционные рынки в странах с развитой рыночной экономикой широкого распространения не получили.

Помимо простых аукционов при торговле фондовыми ценностями могут применяться и системы двойной аукционной торговли. В рамках таких систем

соревнование происходит не только между покупателями за право приобрести фондовые инструменты, но и между продавцами за право реализовать их. Двойные аукционы наиболее полно соответствуют природе рынков ценных бумаг, на которых большое количество продавцов и покупателей совершают сделки по товарам, отличающимся большой однородностью.

В свою очередь двойные аукционные рынки могут существовать либо в форме онкольных рынков, либо в виде непрерывных аукционов.

Онкольные рынки эффективны в случаях, если концентрация спроса и предложения на фондовые инструменты не достигает уровня, при котором обеспечивается высокая ликвидность ценных бумаг. В рамках онкольной системы торговли в течение некоторого времени происходит накопление заявок (поручений) на приобретение или продажу фондовых инструментов. В поручениях участники торгов указывают приемлемые для них цены купли или продажи (или то, что они согласны принять любые цены), а также объем ценных бумаг, которые они желали бы приобрести. Длительность периода накопления поручений тем больше, чем менее ликвидным является рынок. Безусловный приоритет как со стороны продавцов, так и со стороны покупателей получают поручения, податели которых согласны на любую цену при заключении сделок. Далее со стороны продавцов приоритет получают поручения с наименьшими ценами, а со стороны покупателей - поручения с наибольшими ценами. В случае если в разных поручениях на куплю или продажу указаны одни и те же цены, старшинство приобретают поручения с наибольшим объемом. Очередность подачи заявок не играет роли, и в этом отношении все участники онкольной торговли оказываются поставленными в равные условия. После того как период приема поручений заканчивается, по каждому виду ценных бумаг определяется цена сделок.

Алгоритмы расчета цены могут быть самыми разнообразными. При этом широкое распространение получила практика, при которой сделки совершаются по ценам, позволяющим обеспечить максимально высокий объем торговых операций. После того как на основе принятых поручений на куплю и продажу устанавливаются официальные цены на каждый вид фондовых инструментов, обеспечивается исполнение рыночных поручений и поручений, в которых указаны предельные цены продавцов и покупателей. При наличии соответствующего спроса могут быть исполнены только те поручения на продажу, предельные цены которых равны или выше официальных цен, и только те поручения на покупку, предельные цены которых равны или меньше официальных. Обычно все поручения, которые удовлетворяются, исполняются по одним и тем же ценам.

Часть поручений, которые не могут быть удовлетворены в рамках официально установленных цен, остаются без исполнения. Далее вновь наступает период накопления период накопления поручений и процесс торгов повторяется сначала.

В случае если ценные бумаги постоянно пользуются спросом и постоянно предлагаются, целесообразной становится организация непрерывных аукционных рынков. В рамках таких рынков поручения на куплю или продажу фондовых инструментов исполняются немедленно после их поступления. При этом приоритетность исполнения поручений определяется не только указанными в них предельными ценами продавцов и покупателей и их объемом, но и очередностью поступления. В случае равенства ценового фактора в первоочередном порядке исполняются те поручения, которые были поданы раньше.

Непрерывный двойной аукционный рынок применяется на фондовых биржах, где продаются и покупаются ценные бумаги, постоянно предлагаемые и все время пользующиеся высоким спросом и где концентрируется большое число предложений на покупку и продажу ценных бумаг. Цены на непрерывном двойном аукционном рынке должны определяться либо специально уполномоченными на то лицами, принимающими и сводящими между собой все поручения как со стороны продавцов, так и со стороны покупателей, либо компьютерными торговыми системами, в которые постоянно вводятся сведения о вновь поступивших заявках, удовлетворяемых по определенным алгоритмам.

Далеко не все фондовые ценности пользуются столь высоким спросом, который позволял бы вести непрерывную двойную аукционную торговлю ими. Подавляющая часть ценных бумаг обращается вне стен фондовых бирж. При этом совокупность профессиональных участников рынка ценных бумаг, которые имеют возможность покупать фондовые инструменты на свой собственный счет и продавать их со своего собственного счета, может сформировать так называемый дилерский рынок. Дилеры, которые делают рынок тем или иным фондовым инструментам, публично объявляют о ценах, при которых они согласны приобрести ценные бумаги, и цены, за которые они согласны их продать. Дилеры обязаны совершать сделки с любыми лицами по тем ценам, которые они публично объявили, и не имеют права уклоняться от заключения подобных сделок.

Основными характеристиками вторичного рынка ценных бумаг являются глубина, ширина и уровень сопротивляемости. Глубина и ширина рынка ценных бумаг определяются объемом спроса или предложения при каждом конкретном уровне цены. Чем больше лиц желают купить или продать ценную бумагу по конкретной цене, чем крупнее объемы их заявок, тем шире и глубже вторичный рынок. Сопротивляемость характеризует диапазон цен, в котором участники рынка готовы покупать или продавать ценные бумаги. Чем шире такой диапазон, тем больше вероятность того, что рынок будет оставаться ликвидным.

Организованной формой вторичного рынка ценных бумаг также является фондовая биржа. Фондовые биржи представляют собой специализированные организации, в стенах которых происходят встречи продавцов ценных бумаг с их покупателями. Фондовые биржи, объединяя профессиональных участников рынка ценных бумаг в одном помещении, создают условия для концентрации спроса и предложения и повышения ликвидности рынка в целом. Биржа - это не только специальное место для совершения сделок, но и определенная система организации торговли, которая подчиняется специальным правилам и процедурам. К торгам на биржах обычно допускаются лишь достаточно качественные и высоколиквидные ценные бумаги, что создает возможность формирования непрерывного их рынка. В процессе биржевых торговых собраний особыми методами устанавливается курс (рыночная цена) ценных бумаг. Участниками торгов на фондовой бирже являются брокеры и дилеры, имеющие лицензию на право ведения операций с ценными бумагами. К биржевым торгам допускаются ценные бумаги, валюта, драгоценные металлы. Различают кассовые, срочные и межбиржевые сделки. Кассовые сделки подлежат исполнению немедленно после регистрации и оплаты. К срочным сделкам относятся операции с биржевым товаром, подлежащие исполнению после регистрации через определенное время. К межбиржевым сделкам относятся сделки, совершаемые через посредство двух или более бирж.

Поручения брокерам со стороны клиентов на продажу или покупку ценных бумаг даются в форме приказов. Биржевые приказы (приказы клиентов брокерам) с точки зрения ограничения цены могут даваться в следующих формах.

Рыночный приказ - приказ на покупку или продажу определенного рода акций по наиболее выгодной текущей цене, т.е. приказ купить акции по самой низкой цене или продать по самой высокой цене на момент получения этого приказа.

Лимитный приказ - приказ на покупку или продажу акций по специально оговоренной цене "или на более выгодных условиях", т.е. приказ в котором оговаривается минимальная цена продажи или максимальная цена покупки. Если этот лимит не достигается, приказ брокером не выполняется.

Буферный приказ - приказ брокеру осуществить куплю или продажу акций в тот момент, когда цена достигает оговоренного в нем уровня. Это означает, что по достижении "буферной цены" приказ автоматически превращается в рыночный. Обычное предназначение приказов этого вида -страхование от потенциальных потерь.

Буферный лимитный приказ - буферный приказ, который автоматически превращается в лимитный по достижении буферной цены.

Клиент фондовой биржи, желающий осуществить операцию с биржевым товаром, должен обратиться к члену биржи, аккредитованному на этой бирже, или в тредерский департамент ( отдел организации и проведения торгов). Клиент заключает с брокером договор на оказание брокерских услуг, в котором указывается заказ, его сроки, цена, комиссионные. Если брокер выполняет договор на более выгодных для клиента условиях, можно предусмотреть соответствующее вознаграждение ему.

Листинг - это процедура включения акций какой либо компании в торговлю на данной бирже. Биржа предъявляет определенные требования к предприятиям, чьи ценные бумаги покупаются и продаются на данной бирже. Бумаги, допущенные к обращению на бирже, проходят аудиторский контроль биржи на основе изучения документации за последние пять лет. Ценные бумаги, зарегистрированные на бирже, имею обычно более высокую котировку.

Котировка ценных бумаг - это установление их курса. Курс ценной бумаги находится в прямой зависимости от дохода на эту ценную бумагу и в обратной от банковского процента.

Для понимания процессов на рынках ценных бумаг используют специальные индексы. Наиболее известным индексом является индекс Доу-Джонса. Этот индекс включает в себя индексы цен четырех групп акций и пяти групп облигаций. Индексы четырех групп акций основываются на усредненных ценах представительных акций: 30 промышленных, 20 железнодорожных, 1 - в области коммунальных услуг и 64 в разных отраслях.

***Ill. Развитие рынка ценных бумаг.***

Процесс воспроизводства при любом общественном строе состоит из четырех взаимосвязанных стадий - производства, обмена, распределения и потребления. Уровень экономического развития и его эффективность зависят от того, как строятся отношения между людьми на каждой из указанных стадий. В значительной степени результативность воспроизводства предопределяется способами распределения материальных и денежных ресурсов, которые в разных экономических системах имеют существенные отличия. В условиях централизованного управления экономикой в силу ряда обстоятельств в процессе распределения использование ценных бумаг и иных инструментов финансового рынка носит ограниченный характер.

В рамках централизованно управляемых экономических систем, которые до недавнего времени существовали в нашей стране и в ряде других стран, распределение материальных и финансовых ресурсов совершалось преимущественно государственными органами разных уровней. Они решали, как распределять средства и предметы труда между предприятиями.

В условиях централизованных экономических систем была ограничена свобода предприятий и населения в использовании даже собственных временно свободных денежных средств. Их сбережения могли быть помещены под небольшой процент только в государственные кредитные учреждения, через которые они независимо от воли вкладчиков инвестировались в сферы, определяемые государством. В экономике, где доминирующее положение занимала государственная собственность и практически полностью отсутствовали предприятия, реально основанные на акционерных началах, не мог существовать полнокровный рынок акций, т.е. ценных бумаг, выражающих отношения совладения.

Государство, которое могло через регулирование оплаты труда, цен, налоги, свободный доступ к ссудному фонду центрального банка, наличноденежную и кредитную эмиссию привлекать средства на реализацию своих программ, не испытывало острой потребности в налаживании реального рынка собственных долговых обязательств. Государственные облигационные займы, размещаемые по примитивной технологии, использовались лишь в отдельные исторические периоды как одна из форм принудительного изъятия части средств предприятий и заработной платы населения.

Рынок государственных долговых обязательств в условиях централизованной системы управления в нашей стране практически отсутствовал в том виде в котором он существует в странах с развитой рыночной экономикой. В отдельные периоды государство прибегало к размещению облигаций среди предприятий и населения с целью изыскания финансовых ресурсов для финансирования бюджетных расходов. В условиях высокого уровня инфляции облигации государственных займов продавались со значительной скидкой против их номинальной стоимости и находились в обращении в течении коротких периодов времени. Займы размещались не только для привлечения средств населения,но и для мобилизации ресурсов предприятий и организаций.

В условиях крайне низкого уровня оплаты труда население не располагало значительными объемами временно свободных денежных средств, которые оно могло бы направить на приобретение государственных долговых обязательств. Размещение займов среди населения фактически носило принудительный характер, ибо облигациями нередко выдавалась часть заработной платы независимо от согласия на то работающих. Будучи по своей природе рыночной категорией, облигации государственных займов в условиях господства системы централизованного управления экономикой превратились в инструмент изъятия денег у населения.

Практика широкомасштабного размещения государственных долговых обязательств среди населения возобновилась в 1982 году, когда был выпущен 3%-ный заем.

С 1990 г. среди населения начали распространяться облигации так называемого целевого беспроцентного займа, выпускаемые сроком на 3 года, которые имелось в виду погасить в 1993 г. путем предоставления их владельцам дефицитных товаров длительного пользования. Поступления от реализации указанных облигаций были учтены в доходах бюджета в сумме 5 млрд.руб. Первоначальными условиями выпуска предусматривалось, что в 1993 г. цены на товары, предоставляемые при погашении облигаций, сохранятся на уровне 1990 г. Однако подобная практика в условиях высокой инфляции означала возникновение больших издержек, связанных с обслуживанием государственного долга. Поэтому в дальнейшем было решено изменить условия займа и учитывать при его погашении динамику цен. На 1 января 1991 г. целевых беспроцентных облигаций было продано на сумму 4.1 млрд.руб., после чего их распространение было прекращено. Погашение государственных долговых обязательств товарами может оказаться привлекательным для населения только в условиях несбалансированности потребительского и наличия на нем дефицитов, поэтому подобная практика не применяется в странах с развитой рыночной экономикой.

Другим типом долговых государственных ценных бумаг, размещение которых началось в 1990 г., стали государственные казначейские обязательства, предназначенные для распространения среди населения. Поступления для распространения среди населения. Поступления от их выпуска были учтены в доходах бюджета 1990 г. на сумму 15 млрд.руб.

Наличие достаточно низких номиналов (от 50 до 1000 руб.) делало указанные облигации доступные даже для групп населения с относительно невысокими доходами. Первоначальными условиями выпуска предусматривалось, что срок обращения государственных казначейских обязательств должен был составить 16 лет, а уровень доходности 5 % годовых. При высокой инфляции и конкуренции других форм размещения сбережений подобные условия оказались непривлекательными для населения и казначейские обязательства сразу после их выпуска практически не пользовались спросом.

Третьим типом долговых правительственных обязательств, попытка распространения которых была принята в 1990 г., стали облигации Государственного внутреннего 5%-ного займа 1990 г. Они были выпущены в соответствии с Законом СССР на 1990 г. на срок с 1 января 1990 г. по 1 января 2006 г. и предназначались для размещения на добровольных началах среди государственных, кооперативных и других общественных предприятий, организаций, а также кредитных учреждений. Распространение облигаций Государственного внутреннего 5%-ного займа 1990 г. и выплата дохода по ним были поручены банковским учреждениям СССР, за что они должны были получать из средств союзного бюджета комиссионное вознаграждение в размере 0.2 % от стоимости реализованных ценных бумаг. Доход по облигациям займа имелось в виду выплачивать в безналичном порядке по купонам облигаций один раз в год в размере 5 % нарицательной стоимости облигации. По купонам, отделенным от облигаций, доход не мог выплачиваться, а сроки оплаты купонов должны были наступать с 1 января каждого года начиная с 1 января 1991 г. Выкуп облигаций займа имелось в виду начать с 1 января 1996 г. в течении 10 лет равными частями ежегодно.

После распада СССР Россия стала правоприемником по союзным государственным долговым обязательствам. Центральный банк России, на баланс которого перешла значительная часть таких обязательств, приступил к организации работы по размещению на открытом рынке ценных бумаг в счет ранее сложившегося внутреннего долга. При этом имеется в виду, что ценные бумаги будут выпускаться в безбумажной форме и станут размещаться посредством регулярных аукционов, проводимых учреждениями Центрального банка Российской Федерации среди предприятий и организаций.

***Заключение***

***Роль рынка ценных бумаг в развитии экономики***

В последнее время были сделаны определенные шаги к его созданию и расширению. Прежде всего это касается создания фондовых бирж и фондовых отделов товарных бирж. По существу весь ограниченный поток ценных бумаг предприятий, банков и других учреждений устремился на фондовые и товарные биржи.

Однако созданию рынка фондовых ценностей предшествовала широкая приватизация государственной собственности, что позволило создать

акционерные общества и таким образом наполнить рынок ценных бумаг акциями и облигациями предприятий. Осуществляется это в основном за счет акций коммерческих банков и так называемых финансовых инструментов, то есть секьюритизации сберегательных сертификатов и векселей. В результате этого произошло определенное искажение понятия рынка ценных бумаг, в частности, в деятельности фондовой биржи.

Торговля ценными бумагами не стала основным видом деятельности фондовых бирж РФ, т.к. ведущее положение на них заняли не акции и облигации предприятий, а финансовые инструменты за счет расширения их номенклатуры. На Московской центральной фондовой бирже в 1992 г. при покупке и продаже преобладали опционы, депозитные, сберегательные и инвестиционные сертификаты, а биржевая торговля МЦФБ на 90-95% держалась на купле-продаже денег. За 9 месяцев 1992 г. предложение денежных ресурсов на МЦФБ достигло 1.8 млрд.руб.; размещено было 730 млн. руб.: из 255 выставленных лотов продано 151, то есть 41.5 %.***( "Финансовые известия" №3 от 12.II.1992 и № 10 от 30.12.92)***

Таким образом, фондовая биржа выполняет в основном не свойственные ей функции. Увеличение процентной ставки Центрального банка сначала на 50 %, а затем до 80 % повысило процентные ставки коммерческих банков и соответственно за кредитные ресурсы на биржах. Однако денежные ресурсы, предложенные на бирже, носили исключительно краткосрочный характер, поэтому заемщики не могли использовать эти средства для долгосрочных инвестиционных программ. Эта тенденция характерна для всех действующих в Российской Федерации фондовых бирж.

В основе лежит несколько причин. Во-первых, ценные бумаги (в основном акции) и сами акционерные общества не отвечают общепринятым международным стандартам. К концу 1992 г. из числа существующих в России акционерных компаний лишь 10 % были официально зарегистрированы, тогда как остальные находились по существу на нелегальном положении. Во-вторых, около 90 % акций были эмитированы с нарушением закона, включая правила эмиссии и публичной отчетности. И наконец, в ряде случаев происходило принудительное акционирование, под которое попадали так называемые убыточные предприятия.

В результате взаимодействия всех этих факторов доверие различных инвесторов к выпущенным акциям существенно снижается, что и определяет небольшой объем сделок. Кроме того, использование Московской центральной фондовой биржей метода листинга, то есть предпродажной проверки акций на обеспеченность активами, вызвало значительный отток акций с рынка. Так, оборот акций снизился с 400 млн.руб. за первые четыре месяца 1991 г. до 18 млн. руб. за период 1992 г. Этот процесс носил в определенной степени позитивный характер, поскольку он имел очистительный эффект. Большое количество сомнительных акций выбыло из оборота биржи, а ряд акционерных компаний подали заявки на регистрацию своих ценных бумаг. В результате операций с акциями, которые были официально зарегистрированы,

составили всего 0.04 % от общего оборота на фондовой бирже.

Основной поток выпуска акций на биржу обеспечивали коммерческие банки, так как они раньше других юридических лиц, действующих на рынке, начали осуществлять акционирование.

За коммерческими банками шли страховые, инвестиционные и торговые компании. Однако небольшое количество таких компаний дало довольно слабый приток ценных бумаг на биржу. Самое последнее место в обороте фондовых бирж занимают акционерные производственные компании, что в основном определяется отставанием процесса приватизации в промышленности и на транспорте.

В условиях жесткой денежно-кредитной политики в первом квартале 1992 г. предложение ценных бумаг на биржах выросло, а обещанная правительством во втором квартале 1992 г. широкая приватизация обусловила миграцию денежных средств от ценных бумаг в банковские депозиты.

Другим позитивным моментом развития рынка ценных бумаг является увеличение объема операций фондовых бирж и фондовых отделов товарных бирж. Так к концу 1992 г. объем операций достиг нескольких сотен млрд.руб., однако этот объем включает не только сами ценные бумаги, но и финансовые инструменты и кредитные ресурсы.

Положительной стороной становления Российского рынка ценных бумаг является рост профессиональных кадров фондовых бирж и брокерских компаний, освоение новых видов ценных бумаг, улучшение технической оснащенности фондовых бирж. Создание электронных систем позволяет следить за операциями по 14 параметрам. Несколько бирж создали расчетно-клиринговые центры, способные хранить акции не только в бумажной, но и безбланковой форме в качестве записанной дискеты на ЭВМ как банк данных.

Большое внимание биржа уделяет оценке инвестиционных качеств ценных бумаг путем повышения требований к эмиссиям и организации публичной отчетности акционерных компаний. Четыре наиболее крупные фондовые биржи: Московская Центральная, Московская Международная, Санкт-Петербургская и Сибирская используют листинг, т.е. производят предпродажную проверку на основе обеспеченности реальными активами. Однако критерии такого листинга пока более либеральны по сравнению с аналогичными методами на фондовых биржах западных стран. В дальнейшем уровень листинга будет повышаться и в конечном итоге будет доведен до мировых стандартов.

Положительной стороной деятельности российского рынка ценных бумаг является установление контактов и кооперативных связей российских бирж с крупнейшими фондовыми биржами США, Западной Европы и Азиатско-тихоокеанского региона. Эти связи используются прежде всего для изучения опыта функционирования фондовых бирж этих стран. Кроме того, были созданы также государственные органы, регулирующие деятельность рынка ценных бумаг. К их числу относятся: Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам при президенте Российской Федерации, в состав которой включены представители фондовых бирж, специалисты Центрального банка и

Министерства финансов. Антимонопольного комитета и Российского фонда федерального имущества; Министерство финансов, определяющее нормативы выпуска ценных бумаг, деятельности брокеров и фондовых бирж; Центральный банк РФ, регулирующий нормативы выпуска государственных облигаций. Сами биржи создали консультативно-координационный орган - Федерацию фондовых бирж, которая объединяет фондовые биржи и фондовые отделы товарных бирж регионов России. Кроме того, биржи начали котировку иностранных ценных бумаг.

Таким образом, в России в начале 90-х годов были сделаны первые шаги в организации рынка ценных бумаг. Российский рынок ценных бумаг пока не превратился в важный инструмент мобилизации капиталов, необходимый как для реорганизации экономики в целом, так и для финансирования предприятий с целью внедрения новых технологий, повышения эффективности управления производством. Это пока отличает его от рынков ценных бумаг западных стран.

Новым аспектом развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации является выпуск Центральным банком трехмесячных казначейских векселей по образцу западных стран. Судьба их на рынке ценных бумаг оказалась значительно более благополучной по сравнению с другими ценными бумагами Центрального банка, выпущенными два - три года назад. Так при продаже казначейские векселя были предложены из расчета ниже номинала на 80 %. Однако при реализации их стоимость поднялась до 87 % ниже номинала и практически этот вид государственных ценных бумаг был полностью продан в основном юридическим лицам. Это позволило обеспечить дополнительными ресурсами государственный бюджет, так как казначейские трехмесячные векселя являются более ликвидными по сравнению с другими видами государственных ценных бумаг, рассчитанными на длительные сроки.

Особенность развития рынка ценных бумаг в России заключается и в том, что рынок наполняется ценными бумагами довольно хаотично, что обусловлено замедленными масштабами приватизации, а также отсутствием систематизированного выпуска государственных бумаг по линии Министерства финансов и Центрального банка. В настоящее время, когда действует и развивается рынок ценных бумаг. Центральному банку необходимо создать свой рынок государственных ценных бумаг, его структуру и классификацию государственных ценных бумаг, это необходимо для укрепления российской финансовой системы. Для этого необходимо Центральному банку выпускать краткосрочные векселя от нескольких недель до одного года, среднесрочные облигации от 1 до 5 лет, а долгосрочные -от 5 и более лет. Таким образом, может возникнуть постоянная система покрытия бюджетного дефицита за счет выпуска государственных ценных бумаг. Однако это будет означать рост краткосрочного государственного долга при постоянном выпуске государственных ценных бумаг, которые должны погашаться через определенное время и по которым ежегодно должен выплачиваться процент. При этом государственные ценные бумаги должны конкурировать на рынке ценных бумаг с ценными бумагами, выпускаемыми акционерными компаниями, предприятиями и банками. Основой конкуренции должны стать доходность и условия размещения этих бумаг.

В настоящее время рынок ценных бумаг не является единым: размещение и продажа государственных и частных ценных бумаг идет разрозненно, независимо друг от друга, механизм конкуренции по существу не действует. Еще одним негативным моментом в развитии рынка ценных бумаг является отсутствие ценных бумаг местных органов власти и крупных городов. В Российской Федерации идет выпуск и котировка ценных бумаг центрального правительства, тогда как в ведущих Западных странах наравне с ценными бумагами центрального правительства большую роль играют ценные бумаги, выпускаемые местными органами власти и городами. За счет этого вида ценных бумаг они обеспечивают определенную часть финансирования своих потребностей, главным образом в местной инфраструктуре. Поэтому одним из факторов расширения рынка ценных бумаг РФ является законодательная регламентация и организация выпуска ценных бумаг местных органов власти и городов. Более того, целесообразна также организация выпуска республиканских ценных бумаг субъектов Российской Федерации.

В настоящее время рынок ценных бумаг в нашей стране представляется пока еще довольно аморфным. Дело в том, что нет четкого разграничения между первичным рынком, вторичным (биржевым) и внебиржевым, так называемым уличным рынком. Рынок предоставлен, фондовыми и товарными биржами, которые поглощают основной поток частных ценных бумаг. Развитие первичного рынка ценных бумаг в структуре всего рынка возможно лишь при условии более широкой и активной приватизации, создания системы первичного рынка и его посредников в лице инвестиционных банков и брокерских фирм. Объектом реализации на первичном рынке являются не столько акции сколько облигации компаний и предприятий. У нас такой рынок почти отсутствует, тогда как на Западе основная часть финансирования экономики (70-90 %) через рынок ценных бумаг осуществляется за счет выпуска облигаций корпораций и компаний. Именно первичный рынок там базируется на облигациях, а главных посредником размещения выступают инвестиционные банки.

Главным институтом размещения облигаций на первичном рынке должны стать инвестиционные банки. Хотя в Российской Федерации в 1991-1992 гг. возникли банки под названием инвестиционные, однако они не отражают подлинной сущности. Они ближе к коммерческим банкам, так как несут в себе функцию кредитования, а не посредничества при размещении ценных бумаг. В мировой практике сложилось два типа инвестиционных банков: первый специализируется на размещении ценных бумаг (США, Канада, Англия, Япония), второй на предоставлении среднесрочных и долгосрочных кредитов (страны Западной Европы и развивающиеся). Однако в условиях интернационализации производства и капиталов многие инвестиционные банки осуществляют оба вида специализации.

Что касается фондовых бирж, то они также нуждаются в определенных структурных изменениях. Они в значительной степени зависят от массы поступления ценных бумаг. При этом не следует забывать, что биржа -вторичный рынок, на котором покупаются и продаются, то есть уже прошедшие через первичный рынок. Дело в том, что в РФ новые выпуски ценных бумаг, в основном акции, поступают на фондовые и товарные биржи, минуя и не образуя таким образом первичный рынок. В то же время, как показывает мировая практика, фондовые биржи в основном специализируются на "переработке" старых выпусков ценных бумаг, в основном акций, хотя через них проходит определенное количество частных и государственных облигаций. В то же время на фондовых биржах (континентальной Западной Европы) реализуются новые эмиссии акций. Однако это обусловлено прежде всего огромным объемом выпускаемых ценных бумаг.

Движению рынка ценных бумаг в Российской Федерации в правильном направлении мешают отсутствие должностных определений как самого рынка, так и его инструментов. В настоящее время в России под определение "ценные бумаги" подгоняется термин "финансовые инструменты". Такое обобщение является неверным. Прежде всего существуют классические или основные ценные бумаги - акции, облигации компаний и государственные ценные бумаги (облигации центрального правительства и местных органов власти). За этими видами ценных бумаг идут, так называемые, квазиценные (или полуценные) бумаги. К ним относятся сберегательные, депозитные, инвестиционные сертификаты, векселя, чеки банка, ренты. Они носят вторичный, производный характер по отношению к акциям и облигациям. Особенность финансовых инструментов заключается в том, что они являются кредитным орудием обращения и не олицетворяют отдельного типа собственности. В силу усиления рыночного механизма указанные кредитные орудия обращения, базирующиеся на основе выпуска кредитных денег, секретизировались в силу большого спроса на деньги и получили статус сурагата ценных бумаг (или квазибумаг) или финансовых инструментов. Определенный интерес представляет в этом ряду инвестиционный сертификат, представляющий накопление на счетах в банках для целевого инвестирования непосредственно в предприятие или компанию, либо через реальные ценные бумаги (акции и облигации).

Но в целом финансовые инструменты в большой степени представляют собой скорее конъюнктурный и спекулятивный механизм, способствующий дроблению и перераспределению как денежных, так и фиктивных капиталов на национальных рынках ссудного капитала ведущих западных стран.

В то же время в Российской Федерации имеет место смешение понятия некоторых видов ценных бумаг и методов их реализации, в частности в деловой прессе часто выдаются методы за виды ценных бумаг. Так, опционы, форварды и фьючерсы - это метод реализации ценных бумаг на базе продажи права или на базе контрактов, которые подразумевают наличие тех или иных ценных бумаг или квазиценных бумаг. Поэтому для правильного ведения операций необходимы четкие определения категорий и инструментов рынка ценных бумаг в Российской Федерации.

***СПИСОК ЛИТЕР******АТУРЫ***

1. Рынок ценных бумаг автор: Алексеев М.Ю. М: "Финансы и статистика" 1992 год.

2. И.Георгиев "Ценные бумаги и их особенности" журнал "Внешняя торговля" № 9 1993 год.

3. Е.Ф.Жуков "Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации" журнал "Финансы" № 11 1993 год.

4. А.А.Козлов "Рынок ценных бумаг **и ЦБ** России" журнал "Деньги и кредит"