

**МИНИСТЕРСТВО ТРАНСПОРТА РФ  
ГОСУДАРСТВЕННАЯ СЛУЖБА  
ГРАЖДАНСКОЙ АВИАЦИИ  
МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ  
ТЕХНИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ  
ГРАЖДАНСКОЙ АВИАЦИИ**

**Кафедра финансов ГА**  
О.В. Репина, Е.В. Зорина

**КОНСПЕКТ ЛЕКЦИЙ**

по изучению дисциплины

**«РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ»**

Рекомендуется для студентов  
специальности 061100  
всех форм обучения

**Москва - 2001**

Печатается по решению редакционно- издательского совета  
Московского государственного технического университета ГА

Рецензенты: канд. экон. наук, доцент И.В. Ишина;  
                  зав. лабораторией «Экономические проблемы высшего  
                  образования» НИИ ВО, канд. экон. наук,  
                  проф. А.А. Воронин.

Репина О.В., Зорина Е.В.

Конспект лекций по изучению дисциплины «Рынок ценных бумаг». –  
М.: МГТУ ГА, 2001. – 82 с.

Рассмотрено и одобрено на заседаниях кафедры 15.05.01 и  
методического совета .....

## ВВЕДЕНИЕ

Переход от централизованной плановой экономики к рыночной меняет отношения собственности, структуру и механизм функционирования хозяйствующих субъектов, формы финансовых связей между ними. Рынок – сложное многофункциональное комплексное понятие, включающее, с одной стороны, рынок товаров и услуг, с другой – рынок ресурсов. Взаимодействие этих рынков определяет национальный экономический механизм.

Этот механизм имеет кредитный характер. Подавляющее число рыночных субъектов, действующих на основе деловых контрактов, принимают на себя обязательства, имеющие форму ценных бумаг. Именно взаимные обязательства предпринимателей гарантируют устойчивость экономической системы общества.

Роль ценных бумаг этим не ограничивается. Их значение велико в платежном обороте каждого государства. Через ценные бумаги осуществляется инвестиционный процесс, при котором инвестиции автоматически направляются в самые эффективные сферы народного хозяйства.

Рынок ценных бумаг (фондовый рынок) выступает составной частью финансовой системы государства, характеризующейся институциональной и организационно-функциональной спецификой. Главным средством восстановления и развития рыночных методов хозяйствования являются ценные бумаги, фиксирующие право собственности на капитал (как в денежной, так и в вещественной формах). С помощью ценных бумаг собственность государства может быть превращена в собственность акционерных обществ, т.е. широких слоев населения – частных собственников.

Рынок ценных бумаг с сопутствующей ему системой финансовых институтов – сфера, в которой формируются финансовые источники экономического роста, концентрируются и распределяются инвестиционные ресурсы. В России принимаются меры для развития и рационализации рынка ценных бумаг. В частности, в 1996 г. принят Закон РФ «О рынке ценных бумаг».

Таким образом, в экономической деятельности появилось новое, особое направление – эмиссия ценных бумаг и операции на их рынке. Это сложная деятельность, требующая глубоких экономических и юридических знаний, математического и информационного обеспечения, накопления и осмысления соответствующих навыков. Поэтому возникла необходимость подготовки высококвалифицированных специалистов для работы с ценными бумагами.

Курс «Рынок ценных бумаг» является общеобразовательным, знания по данной учебной дисциплине полезны для широкого круга слушателей.

## **Раздел 1. ПОНЯТИЕ О РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ**

### **1.1. Финансовый рынок: сущность и структура**

Переход России от жестоко централизованной плановой экономики к рыночной, регулируемой государством, требует воссоздания в стране финансового рынка со всеми обслуживающими его институтами.

Рыночная экономика требует использования потенциальных возможностей финансового рынка, который представляет собой важнейший источник ее роста. Финансовый рынок – это совокупность всех денежных ресурсов, находящихся в постоянном движении, т.е. распределении и перераспределении, под влиянием меняющегося соотношения спроса и предложения на эти ресурсы со стороны различных субъектов экономики. Его масштабы зависят от состояния и размеров общественного производства, численности прежде всего самодельного населения. Наибольшими ресурсами обладают сейчас финансовые рынки США, стран Европейского сообщества и Японии. Финансовый рынок России, когда закончится переходный период ее развития, также будет обладать достаточными для нее ресурсами.

По структуре финансовый рынок страны состоит из трех взаимосвязанных и дополняющих друг друга рынков.

1. Рынок находящихся в обращении наличных денег и выполняющих их функции краткосрочных платежных средств (векселей, чеков и т.п.). Денежный рынок России находится в состоянии инфляции. Последняя, если она не выходит за определенные границы, может играть положительную роль. Так, если ВВП ежегодно растет на 5%, а количество денег в обращении увеличивается на 6-7%, то это облегчает реализацию возросшего ВВП, способствует позитивным процессам в экономике. Если же, например, при ежегодном росте ВВП на 5% количество денег в обращении увеличивается от 10 до 20% и более, то имеет место процесс. В России в 1995 г. ВВП сократился на 4% прирост денег в обращении составил более 50%, следовательно, имела место инфляция, тормозившая и эмиссию краткосрочных платежных средств. Таким образом, эта часть финансового рынка страны находится в состоянии кризиса.

2. Рынок ссудного капитала – банковских кредитов. В настоящее время дешевый краткосрочный кредит в России отсутствует. Функционирующие в стране коммерческие банки предоставляют такой кредит только под надежное обеспечение и высокие проценты. Несмотря на это недостаток оборотных средств заставляет предприятия прибегать к этому кредиту. Долгосрочный кредит, необходимый для модернизации и создания новых фондов (фондированный кредит), можно получить практически только в форме ролловерного кредита – кредита по плавающей (периодически пересматриваемой) процентной ставке. Следовательно, кризисное состояние характерно и для этой части финансового рынка.

3. Рынок ценных бумаг. Этот рынок практически отсутствовал в России более 70 лет. Его развитие, начавшееся в конце 80-х гг., не может быть одномоментным процессом. Объясняется это тем, что развитие рынка ценных бумаг напрямую связано с преобразованием отношений собственности (прежде всего с приватизацией и акционированием государственных предприятий), а также с изменением финансовой политики государства и муниципалитетов. В настоящее время государство для покрытия дефицита бюджета все чаще прибегает не к эмиссии денежных знаков, а к выпуску государственных ценных бумаг. На этот же путь становятся также и муниципалитеты.

### **1.2. Рынок ценных бумаг, его назначение**

Рынок ценных бумаг отличается от других видов рынка прежде всего спецификой товара. Ценная бумага – товар особого рода. Она одновременно и титул собственности, и долговое обязательство, право на получение дохода и обязательство выплачивать доход.

Ценная бумага – товар, который, не имея собственной стоимости (стоимость ценной бумаги как таковой незначительна), может быть продано высокой рыночной цене. Последнее объясняется тем, что ценная бумага, имея свой номинал, представляет определенную величину реального капитала, вложенного, например, в промышленное предприятие, то ее цена может превысить номинал (возможна и обратная ситуация). Поскольку рыночная цена ценной бумаги может существенно отклоняться от ее номинала, то она представляет собой «фиктивный капитал» (К. Маркс).

Фиктивный капитал – бумажный двойник реального капитала, представляющий собой промышленный капитал со всеми его обособившимися функциональными формами (торговым, ссудным). Цена фиктивного капитала определяется двумя обстоятельствами: а) соотношением спроса и предложения на капитал; б) величиной капитализированного дохода по ценным бумагам. Она прямо пропорциональна превышению спроса на капитал над его предложением, а также величине дохода от ценной бумаги. В то же время она обратно пропорциональна превышению предложения капитала над его спросом и уровню нормы банковского процента в стране.

Предположим, что годовой доход по ценной бумаге 50 долл., а норма ссудного процента – 5, здесь цена бумаги будет:

Разница между размерами фиктивного и реального капиталов определяет масштабы учредительной прибыли. Если размер реального капитала (номинал ценной бумаги) составляет, например, 200 долл., то учредительская прибыль равна 800 долл. (1000 долл. – 200 долл.). Один из способов получения этой прибыли – разводнение капитала, т.е. выпуск ценных бумаг на сумму, превышающую капитал, реально вложенный в предприятие. Это явление получило широкое распространение во всех странах, где акционерная собственность недостаточно регулируется государством.

Цена фиктивного капитала – это стоимостная рыночная категория, подверженная частым колебаниям. Несовпадение реального и фиктивного капиталов, возможное их движение в противоположных направлениях – характерная особенность рынка ценных бумаг.

Из рассмотренного следует, что рынок ценных бумаг «представляет» реально существующий рынок капитала (денег и других материальных ценностей).

В США, например, действует концепция «четырёх рынков» ценных бумаг: «первый рынок» - это фондовая биржа, производящая сделки с зарегистрированными на ней ценными бумагами; «второй рынок» - внебиржевой, на котором производятся сделки с не зарегистрированными на бирже ценными бумагами; «третий рынок» - внебиржевой, на котором происходят сделки с ценными бумагами, зарегистрированными на фондовой бирже через посредников; «четвертый рынок» ориентирован на институциональных инвесторов (работает через компьютеризованную систему без посредников). Три последних рынка дают внебиржевой оборот.

Развитие рынка капитала находится под воздействием многих процессов воспроизводства индивидуального и общественного капитала, в том числе циклических колебаний, определяющих состояние конъюнктуры любых видов товарных рынков.

#### **Основными функциями рынка ценных бумаг являются:**

- Инвестиционная функция, т.е. образование и распределение инвестиционных фондов, необходимых для расширенного воспроизводства и технического прогресса;
- Передел собственности с помощью использования пакетов ценных бумаг (прежде всего акций);
- Перераспределение рисков (хеджирование) путем купли-продажи фиктивного капитала, посредством «противоположных» сделок, участники которых поочередно принимают риск на себя;

- Функция «притяжения венчурного капитала», дающая возможность субъектам рынка рискнуть своим капиталом для получения высокой прибыли;
- Повышение ликвидности долга (в том числе государственного), покрытие его с помощью выпуска ценных бумаг.

Рынок ценных бумаг – регулятор многих стихийно протекающих в рыночной экономике процессов. К ним относится и процесс инвестирования капитала. Последний предполагает, что миграция капитала обеспечивает его прилив к местам необходимого приложения, одновременно она ведет к оттоку капитала из тех отраслей производства, где имеет место его излишек.

Механизм миграции известен: растет спрос на какие-нибудь товары (услуги) – растут цены – растут прибыли от их производства, в которое и устремляются свободные капиталы, покидая те отрасли производства, спрос на продукцию которых сокращается (отрасль становится менее прибыльной). Ценные бумаги являются тем средством с помощью которого механизм миграции капитала работает. Они адсорбируют временно свободный капитал, где бы он не находился, и через их куплю-продажу помогают его «перебросить» в нужном направлении.

На практике это ведет к тому, что в рыночной экономике капитал размещается главным образом в производствах, необходимых обществу. В результате возникает оптимальная структура общественного производства: оно начинает соответствовать общественному спросу. В этом заключается важное преимущество развитой рыночной экономики.

### 1.3. Профессионалы рынка

Функционирование рынка ценных бумаг невозможно без профессионалов, обслуживающих его решающих возникающие задачи. Их деятельность требует применения сложной компьютерной техники, обеспечивающей процесс ценообразования и распространения информации. В современных условиях необходима специальная подготовка профессионалов рынка ценных бумаг, включающая как общеэкономическую и техническую, так и, учитывая острые ситуации, возникающие на рынке, психологическую. В деятельности профессионалов рынка ценных бумаг большое значение имеют также опыт и интуиция.

Основными профессионалами рынка ценных бумаг являются: брокеры (посредники при заключении сделок, сами в них не участвующие); дилеры (посредники, участвующие в сделках своим капиталом); управляющие (лица, распоряжающиеся переданным им на доверительное управление ценными бумагами); клиринги (организации, занимающиеся определением взаимных обязательств); депозитарии (оказывают услуги по хранению ценных бумаг); регистраторы (ведут реестры ценных бумаг); организаторы торговли на рынке ценных бумаг (оказывают услуги, способствующие заключению сделок с ценными бумагами) и джобберы (специалисты на конъюнктуре рынка ценных бумаг). Наряду с этими профессионалами рынок ценных бумаг обслуживают банковские служащие, работники инвестиционных фондов, а также государственные чиновники и юристы, обеспечивающие необходимые для финансового рынка законотворчество и контроль.

**Брокеры совершают гражданско-правовые сделки с ценными бумагами в качестве поверенных или комиссионеров, действующих на основании договоров поручения или комиссии, а также доверенностей на совершение таких сделок.** Передоверие брокерами совершения сделок допускается только другими брокерами (если оно оговорено в договоре). Брокер обычно выполняет поручение клиентов в порядке их поступления. Сделки, производимые по поручению клиентов, во всех случаях подлежат приоритетному исполнению по сравнению со сделками самого брокера (если он ими занимается).

Если брокер действует в качестве комиссионера, то он может хранить денежные средства клиента, предназначенные для инвестирования в ценные или полученные в

результате их продажи, на своих забалансовых счетах и использовать их до момента возврата клиенту (в соответствии с условиями договора). Часть прибыли, полученной от использования этих средств и остающейся в распоряжении брокера, перечисляется в соответствии с договором клиенту. Все убытки, понесенные клиентом в связи с деятельностью брокера, возмещаются ему брокером в порядке установленном гражданским законодательством Российской Федерации.

Брокеры на рынке ценных бумаг представлены специализированными фирмами, имеющими статус юридических лиц.

В сферу деятельности брокерской фирмы входят оказание услуг по консалтингу, размещение ценных бумаг на первичном и вторичном рынках, создание и управление инвестиционными фондами и т.п. Кроме того, брокеры обычно оказывают ряд особых услуг на финансовом рынке: посредничество при получении банковского кредита, помощь в страховании сделок, в том числе биржевых, с ценными бумагами.

В условиях России роль брокерских фирм весьма значительна. Так, они способствуют переводу предприятий на акционерную форму собственности, оказывают содействие предприятиям и местным органам власти в выпуске облигаций, принимают участие в размещении государственных ценных бумаг и т.п. Для того чтобы деятельность брокерской фирмы была успешной, она должна быть подключена к информационным сетям (национальным и международным), войти в Ассоциацию брокерских фирм.

#### **Свои операции брокеры совершают, руководствуясь рядом правил:**

1. Клиент заключает с брокерской фирмой договор, в котором оговариваются все виды поручений, в том числе где купить ценные бумаги (на фондовой бирже или на внебиржевом рынке).

2. Брокер действует в пределах определенной ему клиентом суммы, сохраняя обычно за собой право выбора ценных бумаг в соответствии с полученной им установкой.

3. Клиент может дать брокеру приказ прекратить все порученные ему сделки.

4. Выполнив поручение, брокер обязан в оговоренный в договоре срок известить об этом клиента и перечислить ему средства, полученные от продажи ценных бумаг (за вычетом комиссионных).

5. Сделка должна быть зарегистрирована брокером в особой книге, и клиент вправе потребовать из нее выписку.

Отношения между брокерской фирмой и клиентом предполагают взаимодействие сторон через лиц, несущих ответственность за совершение сделки. Все соглашения, даже если они первоначально были заключены устно, составляются по форме в письменном виде и имеют законную силу.

Принимая поручения от своих клиентов, брокерская фирма нуждается в определенных гарантиях, особенно если клиент выступает как покупатель. Для гарантии могут быть использованы: вексель на всю сумму сделки; залог в размере 25-100% сделки, внесенный на счет брокера; текущий счет, открытый для брокера; страховой полис, предоставленный брокеру и т.п.

Брокерская фирма должна информировать своего клиента о тех гарантиях, которые дает его контрагент. Вместе с тем не исключено, что брокерская фирма осуществляет операции за свой счет, предоставляя клиенту кредит, и берет на себя весь риск, связанный с совершаемыми при ее участии сделками. В этом случае ее доход включает не только комиссионные, процент за кредит, но и выплату за риск. Впрочем, в этом случае брокерская фирма выходит за рамки чисто посреднических функций и приближается по характеру своей деятельностью к дилерским фирмам.

**Дилеры совершают сделки купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и (или) продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и (или) продажи этих ценных бумаг по**

**объявленным ценам, осуществляющим такую деятельность, лицом.** Дилером может быть только юридическое лицо, являющееся коммерческой организацией. Дилер имеет также право объявить иные существенные условия договора купли-продажи ценных бумаг: минимальное и максимальное количество покупаемых и (или) продаваемых ценных бумаг, а также срок, в течение которого действуют объявленные цены.

Таким образом, дилеры – это те же брокеры. Но в отличие от последних они вкладывают свой капитал при заключении сделок.

Дилеров, специализирующихся на операциях с ценными бумагами, называют дилерами с ограниченной ответственностью: их риск в процессе купли-продажи бумаг меньше, чем у эмитентов и инвесторов (он существует в течение меньшего периода времени). **Дилеры выполняют следующие функции:**

- Обеспечивают информацию о выпуске ценных бумаг, их курсах и качестве;
- Действуют как агенты, выполняющие поручения клиентов (иногда привлекают для этой цели брокеров);
- Следят за состоянием ценных бумаг; в случаях, когда снижается активность купли-продажи (в результате недостатка покупателей), дилеры за свой счет совершают необходимые операции, чтобы выровнять курс ценных бумаг;
- Дают импульс развитию рынка ценных бумаг, сводя покупателей и продавцов (действуют как катализаторы рынка).

Действия дилеров на рынке ценных бумаг отличаются большей масштабностью, чем действия брокеров. Дилерские фирмы владеют большими капиталами, которые они наращивают за счет получаемых комиссионных и прибыли на инвестируемый капитал. Дилерские фирмы еще в большей степени, чем брокерские, должны принимать участие в деятельности своих профессиональных ассоциаций и быть подключены к национальным и международным информационным системам.

**Управляющие** получают права на совершение операций с ценными бумагами (в интересах клиентов) от своего имени и за вознаграждение в течение установленного срока. В доверительное управление могут также передаваться денежные средства, предназначенные для инвестирования ценные бумаги. Управляющими могут быть юридические лица или индивидуальные предприниматели. Порядок деятельности по управлению ценными бумагами, права и обязанности управляющего определяются законодательством Российской Федерации и договорами. В случае, если действия управляющих причиняют ущерб их клиентам, управляющие обязаны возместить.

В настоящее время на российском рынке ценных бумаг в качестве управляющих выступают в основном юридические лица (прежде всего коммерческие банки).

**Клиринги** определяют взаимные обязательства (сбор, сверку, корректировку информацию по сделкам с ценными бумагами и подготовку бухгалтерских документов по ним).

Организации, производящие клиринги по ценным бумагам, в связи с расчетами по операциям с ценными бумагами принимают к исполнению подготовленные при определении взаимных обязательств бухгалтерские документы на основании их договоров с участниками рынка ценных бумаг, для которых производятся расчеты. Клиринговая организация обязана формировать специальные фонды для снижения риска неисполнения сделок с ценными бумагами. В Российской Федерации создание клиринговых организаций инициировали коммерческие банки и фондовые биржи.

**Депозитарии** оказывают услуги по хранению сертификатов ценных бумаг и (или) учету и переходу прав на ценные бумаги. Депозитарием может быть только юридическое лицо.

**Регистраторы (держатели ценных бумаг)** ведут реестр владельцев ценных бумаг, проводят сбор, фиксацию, обработку, хранение и предоставление данных, составляющих

систему ведения реестра владельцев ценных бумаг. Деятельностью по ведению реестра могут заниматься только юридические лица, которые не имеют права сами заниматься сделками с ценными бумагами.

Под системой ведения реестра владельцев ценных бумаг понимается совокупность данных, зафиксированных на бумажном носителе и (или) с использованием электронной базы данных. Эта система должна обеспечить сбор и хранение в течение установленного законодательством Российской Федерации срока информации о всех фактах и документах, влекущих необходимость внесения изменений в систему ведения реестра владельцев ценных бумаг, и о всех действиях держателя реестра по внесению этих изменений. Для ценных бумаг на предъявителя реестр не ведется.

Владельцы и номинальные держатели ценных бумаг обязаны соблюдать правила предоставления информации в систему ведения реестра. Держателем реестра может быть эмитент или профессиональный участник рынка ценных бумаг, действующий на основании поручения эмитента. В случае, если число владельцев превышает 500, держателем реестра должна быть независимая специализированная организация.

Договор на ведение реестра заключается только с одним юридическим лицом. Регистратор может вести реестры владельцев ценных бумаг неограниченного числа эмитентов.

Услугами регистраторов могут пользоваться как владельцы, так и номинальные держатели ценных бумаг, т.е. лица, не являющиеся владельцами этих ценных бумаг. Номинальные держатели могут реализовать права, закрепленные ценными бумагами, только в случае получения соответствующего полномочия от владельцев. Данные о номинальных держателях ценных бумаг, так же как и об их владельцах, вносят в систему ведения реестра.

В Российской Федерации регистраторы стали работать на рынке ценных бумаг как элемент его инфраструктуры для обслуживания процесса приватизации. Они предназначались для ведения реестров акционеров, образовавшихся в результате проведения закрытой подписки на акции и чековых аукционов. На первом этапе своего существования регистраторы получали поддержку государства, сейчас они представляют собой обычные коммерческие организации и должны рассчитывать на себя, осваивая новые функции: помощь при эмиссиях, консалтинг и т.п.

Организаторы торговли на рынке ценных бумаг предоставляют услуги, непосредственно способствующие заключению гражданско-правовых сделок. Они обязаны раскрывать следующую информацию любому заинтересованному лицу: правила допуска к торгам участников рынка ценных бумаг и самих ценных бумаг, заключения и сверки сделок, регистрации и исполнения сделок, расписание предоставляемых услуг и т.п. По каждой сделке, заключенной в соответствии с установленными правилами, любому лицу предоставляется информация о дате и времени заключения сделки, цене одной ценной бумаги, количестве ценных бумаг и т.п. Таким образом, организаторы торговли должны содействовать открытости рынка ценных бумаг.

#### **1.4. Участники рынка**

Возникновение рынка ценных бумаг связано с развитием торговых ростовщических операций. Оба вида деятельности выступают родоначальниками первых ценных бумаг – векселей и коносаментов. Дальнейшее развитие рынка связано с появлением акционерных обществ и эмиссионной деятельностью государства.

Инвестирование капитала в ценные бумаги в широких размерах началось в середине XIX в. К этому времени рынок ценных бумаг уже получил значительное развитие. Определился и круг его участников. Первоначально ими были физические лица, выступавшие в качестве трейдеров-индивидуалов и владельцев банкирских домов. Затем к операциям с ценными бумагами приступили и юридические лица. **В настоящее время**

**участников рынка ценных бумаг, работающих одновременно и эмитентами, и трейдерами, можно разделить на следующие основные категории:**

1. **Главные участники рынка ценных бумаг** – государство, муниципалитеты, крупнейшие национальные и международные компании. Эти участники имеют высокий имидж, а потому выпуск и реализация ими ценных бумаг обычно значительного труда не составляют: рынок всегда готов их принять в больших количествах. Однако, обладая высокой степенью надежности, эти ценные бумаги не всегда обеспечивают высокие доходы. Тем не менее именно благодаря их надежности всегда есть слои населения (пенсионеры, одинокие люди, семьи, потерявшие кормильца, и т.п.), которые не желая рисковать, предпочитают вкладывать свои средства именно в такие бумаги.

2. **Институциональные инвесторы**, т.е. различные финансово-кредитные институты, совершающие операции с ценными бумагами (коммерческие и инвестиционные банки, страховые общества, пенсионные фонды и т.п.) Многие из институтов объединяют средства различных инвесторов (юридических и физических лиц) и ищут возможностей их вложения в доходные ценные бумаги. Они стремятся либо завладеть контрольными пакетами акций, либо, во избежание риска, разместить свои капиталы между различными отраслями хозяйства. Значительные средства населения, помещенные в коммерческих банках, сосредоточены в их траст-отделах, услугами которых пользуются миллионы людей. Чтобы обеспечить сохранность этих средств, не допустить банкротства, государство регулирует деятельность институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг.

3. **Индивидуальные инвесторы** – различные частные лица, в том числе владельцы небольших предприятий венчурного бизнеса. Ценные бумаги малых предприятий всегда таят немалый риск: в Западной Европе, например, ежегодно около  $\frac{3}{4}$  общего числа этих предприятий терпят банкротство и исчезают. В то же время некоторые малые предприятия оказываются очень перспективными и доходными: именно на малых предприятиях началось производство электронно-вычислительной техники, ракет, многих предметов быта и т.п. Некоторые малые предприятия могут успешно заниматься экспортными операциями (например, производство шерстяных и кожаных изделий, галантереи и т.п.). Поэтому экономически активная часть населения, склонная к риску, приобретает акции этих предприятий в расчете на высокие дивиденды.

4. **Профессионалы рынка ценных бумаг** – брокеры и дилеры. Они имеют доступ к информации, необходимые связи – все это облегчает им операции с ценными бумагами. Дилеры совершают эти операции с наибольшим размахом, так как обладают значительными капиталами. Как правило, брокеры и дилеры недолго держат у себя купленные бумаги: когда конъюнктура рынка становится благоприятной – они их продают. Такие операции на рынке ценных бумаг носят открыто спекулятивный характер.

В каждой стране круг участников рынка ценных бумаг, а также условия их участия в работе рынка определяются государством. Государственное законодательство в этой сфере отражает специфику состояния производства и финансов страны и в случае экономического кризиса претерпевает изменения.

**В России функционирование рынка ценных бумаг и состав его участников определены прежде всего федеральными законами «О рынке ценных бумаг», «Об акционерных обществах», а также рядом других нормативных документов.**

Чтобы упорядочить положение дел на рынке ценных бумаг, в России введена система государственного лицензирования, согласно которой все юридические лица, осуществляющие операции с ценными бумагами за счет привлеченных средств или по поручению клиентов, а также оказывающие услуги по консалтингу, обязаны получить лицензию в Министерстве финансов РФ. Граждане, выполняющие операции с ценными бумагами в качестве специалистов инвестиционных компаний, финансовых брокеров и

инвестиционных консультантов, должны сдать государственные экзамены и получить квалификационный аттестат на право ведения операций с ценными бумагами.

Биржевой рынок находится под контролем государства: фондовые биржи, фондовые отделы товарных и валютных бирж получают право на проведение биржевой деятельности только после получения в Министерстве финансов РФ соответствующей лицензии (она может быть изъята в случае бездеятельности указанных организаций или нарушения ими законодательных норм).

Правительством РФ определены те предприятия полиграфической промышленности, которым разрешено печатание ценных бумаг.

Вопросы для повторения:

1. Что представляет собой финансовый рынок?
2. Что такое рынок ценных бумаг? Какие для него характерны основные черты?
3. Охарактеризуйте деятельность профессионалов рынка ценных бумаг?
4. Кто является участником рынка ценных бумаг? На какие группы можно их подразделить?
5. В чем заключается воздействие, оказываемое инфляцией на рынок ценных бумаг?

## **Раздел 2: Общая характеристика ценных бумаг**

### **2.1. Экономическая сущность и определение ценных бумаг**

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

*В определении, данном ГК РФ, можно выделить следующие отличительные признаки ценных бумаг:* 1) это документы; 2) составляются эти документы с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов; 3) они удостоверяют имущественные права; 4) осуществление или передачи имущественных прав возможны только при предъявлении этих документов.

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

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

Вместе с тем из приведенного перечня видно, что в число ценных бумаг входят разнотипные документы, соответствующие ресурсам, права на которые они выражают. Так, акции соответствуют недвижимости; облигации корпорации, государственные ценные бумаги, депозитные и сберегательные сертификаты выражают долговые отношения коносаменты, векселя, чеки связаны с движением товаров. **Поэтому для раскрытия**

**экономической сущности ценных бумаг необходимо рассмотреть дополнительные качества, без которых документ не может претендовать на статус ценной бумаги.**

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

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

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

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

Происходит своеобразное раздвоение капитала. С одной стороны, существует реальный капитал, с другой – его отражение в ценных бумагах. Реальный капитал функционирует в процессе производства, а ценные бумаги начинают самостоятельное движение на рынке.

Реальный капитал может еще не завершить кругооборота, в то время как владелец, например, акций, продав их на рынке, уже получит свой денежный капитал обратно. Превращение ценных бумаг в деньги не связано непосредственно с кругооборотом реального капитала. Вместе с тем возникновение ценных бумаг происходит на основе реального капитала. Если бы реальный капитал не приносил прибыль, то он не смог бы возникнуть и развиваться в капитал в ценных бумагах, претендующий на получение дополнительной прибыли, но сам ее не создающий.

Нельзя не отметить и такие качества ценных бумаг, как **ликвидность, обращаемость, рыночный характер, стандартность, серийность, участия в гражданском обороте**.

Под ликвидностью понимается способность ценных бумаг быть превращенными в денежные средства путем продажи. Для этого необходимо, чтобы ценные бумаги могли обращаться на рынке. Обращаемость заключается в способности ценных бумаг выступать в качестве или предмета купли-продажи (акции, облигации и др.), или платежного инструмента, опосредствующего обращение на рынке других товаров (чеки, векселя, коносаменты, приватизационные документы).

Ценные бумаги существуют как особый товар, который должен иметь свой рынок с присущей ему организацией и правилами работы на нем. Однако товары, продаваемые на рынке ценных бумаг, являются товаром особого рода, поскольку ценные бумаги – это лишь титул собственности, документы, дающие право на доход, но не реальный капитал. Обособление рынка ценных бумаг определяется именно этими их качеством, и рынок характеризуется по большей части свободной и легко доступной передачей ценных бумаг одним владельцем другому.

Рынок ценных бумаг, как и другие рынки, представляет собой сложную организационную и экономическую систему с высоким уровнем целостности и законченности технологических циклов. На нем ценные бумаги служат предметом купли-продажи с использованием комплекса цен, чем также отличаются от обычных товаров. Они имеют  **нарицательную (номинальную) цену, эмиссионную и рыночную цену (курс)**.

Нарицательная цена имеет формальное счетное значение и в качестве базы начисления дивидендов, процентов используется и при дальнейших расчетах. Эмиссионная цена означает продажную цену при первичном размещении ценных бумаг. Она определяется

доходностью ценных бумаг и уровнем ссудного процента. Рыночная цена (курс) – цена, по которой ценные бумаги обращаются (продаются и покупаются) на вторичном рынке (при их перепродаже). На ее величину влияет соотношение на рынке между спросом на ценные бумаги и их предложением.

Серийность означает выпуск ценных бумаг сериями, однородными группами. Она тесно связана со стандартностью, так как ценные бумаги одного типа должны иметь стандартное содержание (стандартную форму, стандартность прав, предоставляемых ценной бумагой, стандартность сроков действия, институтов обращения ценных бумаг и т.д.). Стандартность делает ценную бумагу массовым однотипным товаром.

Участие ценных бумаг как товар в гражданском обороте заключается в их способности не только быть предметом купли-продажи, но и выступить объектом других имущественных отношений (сделок залога, хранения, дарения, комиссии, займа, наследования и т.д.).

Регулируемость, признание государством, рискованность, документарность являются отличительными, хотя и вспомогательными признаками ценных бумаг.

Законодательно регулируются права, которые удостоверяются ценными бумагами, обязательные реквизиты ценных бумаг, требования к форме ценной бумаги, порядок эмиссии, другие параметры их обращения. Государственное регулирование в целом направлено на защиту интересов инвесторов, предоставление им равных прав на рынке ценных бумаг.

Ценные бумаги должны признаваться государством в качестве таковых. Это призвано обеспечить регулируемость функционирования ценных бумаг доверие к ним инвесторов.

Доход, приносимый ценными бумагами, возможность возврата ссужаемых средств, как правило, зависят от многих факторов с вероятностным характером взаимодействия. Это предопределяет рискованность инвестиций в ценные бумаги.

Ценной бумагой свойственно документарное закрепление прав. Лицо, получившее специальную лицензию, может фиксировать права, закрепляемые ценной бумагой, в том числе в бездокументарной форме, обязано по требованию обладателя права выдать ему документ, свидетельствующий о закрепленном праве.

Операции с бездокументарными ценными бумагами могут выполняться только при обращении к лицу, которое официально совершает записи прав. Передача, предоставление и ограничение прав должны официально фиксироваться лицом, ответственным за сохранность официальных записей, обеспечение их конфиденциальности, предоставление правильных данных о таких записях.

Поэтому, когда речь идет о бездокументарной форме ценных бумаг, имеется в виду видоизменение способа фиксации прав, предоставляемых ценной бумагой. Однако в любом случае ценные бумаги – это документы в бумажной форме или в виде соответствующих записей, хранящихся в реестре ценных бумаг, на счете «депо» с выдачей документов, удостоверяющих содержание данных. Поэтому для осуществления и передачи прав, дающихся ценной бумагой, достаточно доказательств их закрепления в специальном реестре или счете «депо» (обычных или компьютеризированных).

Ценные бумаги в документарной и бездокументарной формах должны содержать все предусмотренные законодательством реквизиты. Отсутствие или неправильное оформление хотя бы одного из них означает недействительность документа как ценной бумаги данного вида.

Все перечисленные признаки необходимо иметь в виду при рассмотрении экономической сущности и юридического статуса ценных бумаг.

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

## 2.2. Классификация ценных бумаг

Многообразие видов ценных бумаг предопределяет множественность критериев классификации.

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

- 1) предъявителю ценной бумаги;
- 2) названному в ценной бумаги лицу;
- 3) названному в ценной бумаги лицу, которое может само осуществить эти права или назначить своим распоряжением (признаком) другое уполномоченное лицо.

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

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

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

**Ордерная ценная бумага** выписывается на имя первого приобретателя или «его приказу». Это означает, что указанные в них права могут передаваться в зависимости от произведенной на бумаге передаточной надписи – индоссамента. Индоссант ответствен не только за осуществление права, но и за его осуществление.

Индоссамент может ограничиваться только поручением осуществлять права, удостоверенные ценной бумагой, без передачи их индоссанту (перепоручительному индоссаменту). В этом случае индоссамент выступает в качестве представителя.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### 2.3. Значение ценных бумаг

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

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

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

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

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

В условиях капиталистического способа производства наблюдается противоречие между тенденцией ко все большему расширению предприятий и ограниченностью индивидуальных капиталов. Организация новых предприятий требует капиталовложений, значительно превращающих как собственный капитал отдельного предпринимателя, так и те заемные средства, которые он может привлечь. Это противоречие разрешается путем образования акционерных обществ, объединяющих индивидуальные капиталы в один ассоциированный капитал.

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

Значение ценных бумаг в экономике нельзя понять без рассмотрения роли **государственных ценных бумаг (ГЦБ)**.

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

После отмены крепостного права ГЦБ в России стали обладать экономической направленностью. Были выпущены правительственные и гарантированные правительством

железнодорожные займы с целью финансирования интенсивного строительства железнодорожной сети, ряд консолидационных займов для упорядочения государственного кредита, ряд займов для борьбы с обесценением бумажных денег, проведения денежных реформ и т.д.

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

**Государственные ценные бумаги в экономике России выполняют следующие функции:**

- являются наиболее цивилизованным рыночным способом формирования государственного долга;
- обеспечивают кассовое исполнение государственного бюджета путем покрытия коротких вызовов между доходами и расходами, возникающих из-за несовпадения во времени налоговых поступлений и расходов бюджета;
- выступают при проведении денежно-кредитной политики государства регулятором не только денежного обращения, но и развития экономики в целом: сущность денежно-кредитной политики состоит в изменении денежной массы в целях достижения подъема общего уровня производства, повышения занятости и предотвращения инфляции;
- мобилизуют средства для финансирования целевых государственных и местных программ, имеющих важное социально-экономическое значение;
- могут выступать в качестве залога по кредиту, предоставленному Центральным банком РФ правительству, по ссудам, взятым коммерческими банками у Центрального банка РФ, а также по кредитам, получаемым предприятиями в коммерческих банках.

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

Вопросы для повторения:

1. Каковы определение ценных бумаг и их свойств?
2. Когда зародился рынок ценных бумаг?
3. Каковы дополнительные признаки и вспомогательные качества ценных бумаг?
4. Каковы основные признаки классификации ценных бумаг?
5. В чем заключается роль корпоративных ценных бумаг?
6. Каковы функции государственных ценных бумаг?

## **Раздел 3. Акции: обыкновенные и привилегированные**

### **3.1. Общие положения**

Согласно закону «О рынке ценных бумаг», **акция** представляет собой эмиссионную ценную бумагу, закрепляющую права ее владельца на получение части прибыли

**акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации.** Акция свидетельствует о вкладе акционеров в уставный капитал акционерного общества. Акционер, являясь владельцем приобретенных акций, участвует не только в получении прибыли общества, он также несет риск в случае хозяйственных неудач акционерного общества в пределах стоимости принадлежащих ему акций.

Рынок акций в России – развивающийся: его доля по сравнению со стоимостью валового внутреннего продукта в стране составляет 2,3% (25,6% в Германии и 133% в Великобритании)<sup>1</sup>. **Денежная сумма, обозначенная на акции, называется номинальной стоимостью акции.** Общество, выпустившее акцию с указанием номинала, т.е. ее цены, отражающей величину уставного капитала, приходящегося на одну акцию, еще не гарантирует ее реальную ценность. Такую ценность определяет только рынок. **Цена, по которой продается (покупается) на рынке, именуется курсом акции.** Эта цена отличается от цены, обозначенной на самой акции: она может быть выше и ниже ее номинальной стоимости.

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

При учреждении акционерного общества его акции размещаются среди учредителей. Ими могут быть физические и юридические лица, которые приняли решение об учреждении общества.

Государственные органы и органы местного самоуправления не могут выступать учредителями общества, если иное не установлено федеральными законами. Акционерное общество может быть учреждено одним лицом, однако оно не может иметь в качестве единственного учредителя другое хозяйственное общество, состоящее из одного лица.

Учредители заключают между собой письменный договор о создании общества. В договоре определяются: порядок совместной деятельности учредителей по учреждению общества; права и обязанности учредителей по созданию общества; размер уставного капитала общества; категории и типы акций, подлежащих размещению среди учредителей, а также размер и порядок их оплаты.

При учреждении общества акции должны быть полностью оплачены в течение срока, определенного уставом общества. Однако не менее 50% уставного капитала должно быть оплачено к моменту государственной регистрации общества. Форма оплаты акций при учреждении общества определяется договором о создании акционерного общества или его уставом.

Оплата акций может производиться не только деньгами и ценными бумагами, но и другими вещами и имущественными правами, имеющими денежную оценку. Оплата акций при их приобретении не денежными средствами осуществляется в полном размере, если иное не установлено договором о создании общества.

Дополнительные акции, которые выпускаются обществом и подлежат оплате деньгами, должны быть оплачены при их приобретении в размере не менее 25% номинальной стоимости.

Если в сроки, предусмотренные договором купли-продажи, покупатель не выполнит обязательств по приобретению акций, то акции поступают снова распоряжение эмитента: с лицевого счета покупателя, куда они были зачислены после отражения их в договоре купли-продажи, возвращаются на баланс общества. Соответственно в реестре акционеров общества делаются записи о неисполнении обязательств по приобретению ценных бумаг.

---

<sup>1</sup> См.: Миронов В. Облигации спасут российский фондовый рынок//Рынок ценных бумаг. – 1996. - №7.

Поступившие таким образом в распоряжение общества акции могут быть проданы новым владельцам в течение предусмотренного в проспекте эмиссии срока, установленного законодательством для формирования уставного капитала общества.

Те акции, которые не были приобретены новыми владельцами в указанные выше сроки, погашаются обществом<sup>1</sup>.

Выпуск акций осуществляется акционерным обществом.

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

Общество может быть создано как вновь, так и путем реорганизации в акционерное общество существующего юридического лица. В обоих случаях определяется денежный эквивалент всего имущества общества – земли, зданий, оборудования, транспортных и иных средств. Разделение денежного эквивалента на равные доли, или акции, называется акционированием.

**Акционерное общество может быть открытым (ОАО) или закрытым (ЗАО), что находит отражение в его уставе и наименовании.**

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

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

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

Акции закрытого общества распределяются только среди его учредителей (число акционеров не должно превышать пятидесяти) или среди заранее определяемого круга лиц. Если число акционеров ЗАО превышает 50 человек, общество подлежит ликвидации в судебном порядке.

Закрытое акционерное общество, минимальный устав капитал которого не менее стократной суммы минимального размера оплаты труда, установленного федеральным законом на дату государственной регистрации общества, не вправе проводить открытую подписку на выпускаемые им акции.

Чрезмерное количество закрытых акционерных обществ не способствует расширению фондового рынка и привлечению дополнительных инвестиций.

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

**Эмиссия акций осуществляется:**

- При акционировании, т.е. при учреждении акционерного общества и размещении акций среди его учредителей;
- При увеличении размеров первоначального уставного капитала акционерного общества, т.е. при последующих выпусках акций.

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

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

---

<sup>1 2</sup> Погашение акционерным обществом акций без уменьшения размера уставного капитала будет рассмотрено далее.

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

Акционерные общества могут выпускать акции обыкновенные и привилегированные.

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

В соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах», принятым в 1995 г., все акции общества являются именованными<sup>1</sup>. При этом держатели акций регистрируются в специальном реестре акционеров, где указываются сведения о каждом зарегистрированном лице, количестве и категориях (типах) акций, записанных на имя каждого зарегистрированного лица, а также дата приобретения акций.

Запись в реестр акционеров общества вносится по требованию акционера не позднее трех дней с момента представления документов. Не допускается отказ от внесения записи в реестр акционеров общества, за исключением ситуаций, предусмотренных правовыми актами Российской Федерации. В противном случае держатель реестра не позднее пяти дней с момента предъявления требования этой записи в реестр направляет лицу, требующему этой записи, уведомление об отказе с указанием причин отказа.

Держателем реестра акционеров может выступать общество, которое занимается выпуском (эмитент) и размещения акций, или специализированный регистратор. Если в акционерном обществе число владельцев обыкновенных акций превышает 500 человек, то такое общество обязано получить ведение и хранение реестра специализированному регистратору и нести ответственность за его ведение и хранение.

Для руководства обществом выпуск именных акций дает возможность контролировать движение акционерного капитала и концентрацию ценных бумаг в руках акционеров.

### 3.2. Обыкновенные акции

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

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

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

- наименование каждого акционера;
- место нахождения акционера;

---

<sup>1</sup> Однако в принятом в апреле 1996 г. Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» предусматривается, что выпуск акций на предъявителя разрешается в определенном отношении к величине оплаченного уставного капитала эмитента в соответствии с нормативом, установленным Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг.

- данные о количестве и категории (типе) принадлежащих ему акций.

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

Акционер общества, владеющий не менее чем 2% голосующих акций<sup>1</sup>, имеет право не позднее 30 дней после окончания финансового года общества (если уставом общества не установлен более поздний срок) внести не более двух предложений в повестку дня годового собрания акционеров, а также выдвинуть кандидатов в Совет директоров и ревизионную комиссию общества в пределах количественного состава этого органа.

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

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

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

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

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

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

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

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

Рассмотрим право владельца обыкновенных акций на получение имущества в случае ликвидации акционерного общества, представляющее собой действия, направленные на

прекращение дел и реализацию имущества общества с последующим его распределением между кредиторами и акционерами.

**Ликвидация может осуществляться:**

1) добровольно в порядке, установленном Гражданским кодексом РФ, с учетом требований Федерального закона «Об акционерных обществах» и устава общества;

2) в соответствии с решением суда по основаниям, предусмотренным Гражданским кодексом РФ.

Ликвидационная комиссия выявляет обязательства перед кредиторами, и после завершения расчетов с ними имущество ликвидируемого общества распределяется среди акционеров. При этом владельцы обыкновенных акций получают свою долю ликвидируемого имущества только после удовлетворения всех прочих законно предъявленных претензий. В первую очередь по требованию акционеров осуществляется выкуп акций общества.

Указом Президента РФ № 784 от 31 июля 1995 г. «О дополнительных мерах по обеспечению прав акционеров» акционерам предоставлено право требовать оценки и выкупа у них обществом акций. Это право возникает у тех акционеров, которые либо не принимали участие в общем собрании акционеров, на котором рассматривались соответствующие вопросы, либо голосовали против принятия решений:

- о реорганизации акционерного общества;
- о заключение крупной сделки, связанной с приобретением или отчуждением имущества общества стоимостью более 50% балансовой стоимости активов общества на дату принятия такого решения;
- об увеличении уставного капитала общества без предоставления акционерам права в первую очередь приобрести выпускаемые акции;
- о внесении в устав общества дополнений и изменений, не обусловленных законодательством, которые ограничивают права акционеров.

Акции, выкупленные в данном случае обществом и возвращенные на баланс, подлежат обязательному погашению. Они не могут быть реализованы новым владельцем.

Выкуп акций обществом производится по рыночной стоимости. После выкупа акций по требованию акционеров общество выплачивает начисленные, но невыплаченные дивиденды по привилегированным акциям, а также стоимость этих акций исходя из стоимости имущества, приходящегося на одну акцию в момент ликвидации общества (ликвидационная стоимость). Затем имущество ликвидируемого общества распределяется между владельцами обыкновенных акций.

Акционерное общество как юридическое общество, имеет право совершать сделки, не запрещенные законом, в том числе оно может приобретать акции, которые ранее им же были выпущены.

В случае принятия общим собранием решения об уменьшении уставного капитала акционерного общества последнее приобретает акции свой баланс. Это решение принимается, когда уставом предусмотрена такая возможность и об этом уведомлены кредиторы общества.

Общее собрание определяет типы приобретаемых для этой цели акций, их количество и цену приобретения, сроки оплаты и сроки приобретения акций.

О выкупе акций общество уведомляет их владельца за 30 дней до начала срока, в течение которого приобретаются акции. Срок приобретения не может быть меньше 30 дней. В этот срок владельцы тех типов акций, решение о приобретении которых принято общим собранием, могут предложить свои акции. Общество в этом случае обязано приобрести предложенные акции и погасить их.

В этом случае, если акций, предложенных обществу к приобретению, будет больше того количества, которое общество вправе приобрести, акции приобретаются у их владельцев пропорционально заявленным требованиям.

Возможно не целевое приобретение акций на баланс акционерного общества. Решение о не целевом приобретении акций на баланс общества принимается Советом, директором или его поручению исполнительным директором.

Если акции, приобретенные обществом с целью уменьшения уставного капитала, подлежат обязательному погашению, то не целевое приобретение акций предусматривает их использование различными способами. Они, во-первых, могут быть проданы владельцам. Во-вторых, они могут быть направлены в фонд акционирования работников общества, если создание такого фонда предусмотрено уставом общества. Средства указанного фонда расходуются на приобретение акций, продаваемых акционерами этого общества с целью размещения их в дальнейшем среди работников общества.

Акции, выкупленные обществом, поступают в его распоряжение и находятся на балансе акционерного общества. Но они являются не голосующими и, следовательно, не учитываются при подсчете голосов в определении кворума общего собрания, не предоставляют иных прав, связанных с созывом и проведением общего собрания. По этим акциям не начисляются дивиденды.

**В течение года с момента их выкупа акции должны быть реализованы. В противном случае общее собрание должно принять одно из решений:**

- либо уменьшить уставный капитал общества путем погашения выкупленных акций. При этом нужно следить, чтобы уставный капитал не оказался меньше минимального размера, установленного Федеральным законом «Об акционерных обществах». В противном случае общество будет подлежать ликвидации;
- либо, не уменьшая величины уставного капитала общества, погасить выкупленные акции, но при этом увеличить номинальную стоимость акции, оставшихся в обращении. При этом решение о погашении акций, как правило, сопровождается одновременным решением общего собрания о повышении номинальной стоимости обращающихся акций.

### **3.3. Привилегированные акции**

Наряду с выпуском обыкновенных акций акционерное общество имеет право, как было отмечено ранее, размещать также **привилегированные акции**, причем доля привилегированных акций не должна превышать 25% общего объема уставного капитала общества. Акции называются привилегированными, так как владельцы этих акций имеют привилегии по сравнению с держателями обыкновенных акций. Общество может выпускать несколько типов привилегированных акций, каждый из которых содержит свой объем привилегий. Описание привилегий по каждому типу акций производится в уставе общества. *Предоставление привилегий можно рассматривать как своеобразную компенсацию по этим акциям за то, что их владельцы не имеют, как правило, право голоса<sup>1</sup>. Акционеры – владельцы привилегированных акций участвуют в общем собрании акционеров с правом голоса лишь при решении вопросов о реорганизации и ликвидации общества.*

**По привилегированным акциям в уставе общества должны быть определены размер дивиденда и ликвидационная стоимость, которые указываются в денежной сумме или в процентах от номинальной стоимости акций.** При этом уставом общества должна быть установлена очередность выплаты дивидендов и ликвидационной стоимости по каждому типу привилегированных акций. Дивиденды выплачиваются из чистой прибыли общества за текущий год, а по привилегированным акциям определенных типов – и за счет

---

<sup>1</sup> Владельцы некоторых типов привилегированных акций определенных условий могут иметь право голоса.

специальных фондов общества. Это позволяет защитить владельцев рассматриваемых акций от непредвиденных потерь, но в то же время не предоставляет им возможность (как владельца обыкновенных акций) получать дополнительные доходы.

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

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

#### **Рассмотрим привилегированные акции типа А, Б и «золотую акцию».**

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

**Привилегированные акции типа А** выпускаются в размере 25% уставного капитала и предназначены тем работникам предприятия, которые при акционировании предприятия получили соответствующие льготы по первому варианту. Владельцы указанных акций имеют право на получение ежегодных фиксируемых дивидендов с выплатой не позднее 1 мая. Сумма, направляемая на выплату дивидендов по привилегированным акциям типа А, устанавливается в размере 10% чистой прибыли общества по итогам финансового года.

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

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

Если размер дивиденда по обыкновенным акциям окажется более величины дивиденда по привилегированным акциям типов А и Б, то дивиденды по последним увеличиваются до величины дивиденда по обыкновенным акциям. Одновременно с выплатой дивидендов по обыкновенным акциям производится дополнительные выплаты по привилегированным акциям типа А и Б.

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

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

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

- внесение изменений и дополнений в устав общества или утверждения новой редакции устава;
- реорганизация общества или его ликвидация;
- залога, сдачи в аренду, продажи или отчуждении другими способами имущества, состав которого определяется учредительными документами общества;
- образование дочерних предприятий и участия акционерного общества в других предприятиях.

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

Передача акции в залог, или траст, не допускается. Продажа «золотой акции» до истечения срока ее действия допускается только с разрешения органов, принявших решение о приватизации при учреждении акционерного общества (Правительства или Государственного комитета РФ по управлению государственным имуществом).

На прошедшей в начале 1996 г. конференции «Рынок ценных бумаг и участие банков в приватизации», организованной Российской ассоциацией промышленно-строительных банков, отмечалось неудовлетворительное управление закрепленными в федеральной собственности госпакетами акций: в 1995г. перечисленные по ним в государственный бюджет дивиденды составили всего 60 млрд. руб<sup>1</sup>.

Крайне низкими оказались и доходы от проведения приватизации: в 1995 г. они составили не менее 5 трлн руб., т. е. почти вдвое меньше запланированного. Поэтому намеченная на 1996 г. сумма 12 трлн руб., как отмечалось на конференции, является нереальной.

Если брать в целом приватизированные предприятия, то эффективность их функционирования в России примерно в 1,5 раза выше, чем государственных.

На приватизированных предприятиях с долей государственной собственности, превышающей 25%, производительность выше в 1,43 раза по сравнению с производительностью на государственных; на предприятиях, имеющих долю государственного участия меньше 25%, этот показатель выше в 1,57 раза. При исследовании финансовой устойчивости тех же предприятий наблюдается следующее: у приватизированных предприятий первой группы она выше в 5,41 раза; на предприятиях с государственной собственностью ниже 25%, показатель финансовой устойчивости выше аналогичного показателя государственных предприятий в 2,18 раза<sup>2</sup>.

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

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

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

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

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

<sup>1</sup> См.: Макаревич Л. Государство усиливает контроль над капиталом // Финансовые известия. – 1996. - №17.

<sup>2</sup> См.: Приватизированные предприятия впереди (По сообщениям корреспондентов ИТАР-ТАСС)//Экономика и жизнь.-1996. - №18.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Невозвратные привилегированные акции** погашению обществом не подлежат.

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

### **3.4. Оценка инвестиционной привлекательности акций**

Инвесторы, желающие вложить средства в фондовые ценности, сталкиваются с проблемой: каким ценным бумагам, а также кому из эмитентов ценных бумаг отдать предпочтение? При принятии обоснованного решения об инвестировании средств надежнее опираться на рассмотрение финансовой устойчивости эмитента, анализируя показатели деятельности общества, выпускающего акции. Другими словами учитывать рейтинг

инвестиционной привлекательности ценных бумаг, а также **способность эмитента обеспечить доходность, надежность, ликвидность ценной бумаги**. При этом оценке подлежат финансовое состояние кредитоспособности эмитента, перспективы его развития, анализ тех ценных бумаг, которые выпускаются.

Устойчивость финансового положения эмитента зависит также от отраслевой принадлежности анализируемого акционерного общества, конкурентоспособности его продукции.

Прелагаемая Ю. Масленченковым<sup>1</sup> методика определения потенциальной надежности эмитента и его ценных бумаг основана на использовании балансовой отчетности и отчета о прибылях и убытках, публикуемых акционерным обществом и инвестиционными институтами. При исследовании показателей финансовой деятельности (выручки от реализации продукции, прибыли, активов и т.д.) приведенный способ помогает инвестору в выборе ценных бумаг, в первую очередь для среднесрочных и долгосрочных финансовых вложений, но он не определяет времени, когда именно следует инвестировать средства. Данный способ анализа не предусматривает оценку движения цен и объемы торговли ценными бумагами рассматриваемого эмитента.

Представляют интерес методика оценки стоимости акции и анализ факторов, определяющих их доходность, предложенная Ю. Михеевым<sup>2</sup>. **Оценка инвестиционной привлекательности проводится в методике в три этапа.**

**На первом этапе выбираются и обосновываются оценочные показатели, куда входят:**

- показатели, характеризующие в обобщенном виде результаты деятельности общества, его прибыльности и качество управления активами (норма прибыли, доходность, оборачиваемость и отдача активов, рентабельности производства и др.);

- показатели ликвидности, платежеспособности, рыночного спроса на акции эмитентов (платежеспособность, показатели ликвидности, обеспеченности собственными оборотными средствами). Показатель ликвидности применяется для оценки соотношения наиболее ликвидных элементов баланса фирмы, ее оборотного капитала и краткосрочных обязательств. Чем выше покрытие этих обязательств за счет быстрореализуемых активов, тем устойчивее финансовое положение акционерного общества;

- показатели производственного потенциала общества (доля основных фондов в активах баланса, износ основных фондов, реальные активы, собственный капитал общества);

- показатели платежеспособности и безопасности вложений (соотношение собственных и заемных средств, риск дебиторской задолженности, ликвидационная стоимость на одну акцию, соотношение дебиторской и кредиторской задолженностей);

- показатели, отражающие перспективы роста стоимости акции (показатели, характеризующие перспективы отрасли, дефицитность выпускаемой продукции; сопоставление прибыли и цены акции за определенный период).

Собрав необходимую информацию и рассчитав результативные показатели, можно перейти к следующему этапу.

**На втором этапе производится сравнение акционерных обществ по каждому показателю.**

---

<sup>1</sup> См.: Масленченков Ю. Предварительная оценка надежности эмитента ценных бумаг//Финансовая газета. – 1996. - №25; Масленченков Ю. Банковский кредит: как снизить кредитные риски//Финансовая газета. – 1994. - №36.

<sup>2</sup> См.: Михеев Ю. Рейтинговая оценка инвестиционной привлекательности и определение стоимости акций приватизированных предприятий. – Екатеринбург: Издательство МП «ПИПП» при издательстве Уральского государственного университета, 1995.

Выбрав общество с лучшими показателями инвестиционной привлекательности в качестве эталона, осуществляют ранжирование акционерных обществ в порядке уменьшения или возрастания показателей.

**Третий этап заключается в отнесении акционерного общества по определенным критериям к соответствующему классу.**

Рейтинги акционерных обществ определяются специализированными независимыми фирмами и регулярно публикуются.

Вопросы для повторения:

1. Сформулируйте определение понятия акции.
2. Какие виды акций Вы знаете?
3. Расскажите о порядке выпуска и обращения привилегированных акций.
4. В чем заключается отличие привилегированных акций от обыкновенных?
5. Ограничено ли число акционеров открытого и закрытого акционерных обществ?

## **Раздел 4. ОБЛИГАЦИИ**

### **4.1. Общие положения**

Акционерное общество имеет право финансировать свою деятельность не только за счет выпуска акций, но и за счет размещения облигаций.

**Облигация является эмиссионной ценной бумагой, закрепляющей права ее держателя на получение от эмитента в предусмотренный срок ее номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента от этой стоимости или иного имущественного эквивалента.** Облигация может предусматривать и иные имущественные права ее держателя, если это не противоречит законодательству РФ<sup>1</sup>.

**Первичное размещение облигаций возможно по цене, которая отличается от номинальной стоимости. Эта цена называется эмиссионной ценой облигации.** Покупатель приобретает такую облигацию с дисконтом, т. е. со скидкой. Сумма скидки, составляющая разницу между номинальной ценой и ценой покупки облигации, выплачивается владельцу по окончании срока облигации, в момент ее погашения. Она представляет собой своего рода выплату процента по такой облигации. (Облигации, первичное размещение которых производится по цене ниже номинала, а погашение – по номинальной стоимости, называются облигациями с нулевым купоном.)

Облигации выпускаются в форме займа капитала, и покупатель облигации выступает как кредитор, получая проценты на вложенный капитал в определенные заранее сроки, а по истечении срока облигации – ее номинальную стоимость. Облигационный выпуск для заемщика выгоднее, чем получение им банковского кредита.

Комиссионные, выплачиваемые посредникам за размещение займа, меньше (в процентном отношении) банковской маржи, уплачиваемой финансово-кредитными учреждениями, аккумулирующим финансовые ресурсы.

Капитал, мобилизованный за счет выпуска корпоративных облигаций, акционерным капиталом не становится. Облигации выпускаются с целью привлечения средств для решения текущих и перспективных задач акционерного общества. Владелец акции не имеет право голоса, не участвует в собрании акционеров, не принимает участия в управлении обществом.

Выпуск облигаций допускается после полной оплаты уставного капитала общества. При этом номинальная стоимость выпущенных облигаций не должна превышать размер

---

<sup>1</sup> См.: Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» (гл. 1, ст. 2)//Российская газета. – 1996. – 25 апр.

уставного капитала общества или величину обеспечения, предоставленными третьими лицами для целей выпуска.

Размещаются облигации в соответствии с решением Совета директоров общества. В решении о выпуске облигации должны быть четко сформулированы и определены не только условия их выпуска (тип долгового обязательства, номинальная стоимость, обусловленный процент от номинала и т. д.), но и форма, сроки и условия погашения облигаций. Облигации в соответствии с решением об их выпуске могут погашаться как в денежной форме, так и иным имуществом.

Погашение облигации происходит либо единовременно, либо в определенные сроки по сериям. Проценты по облигациям должны выплачиваться не реже одного раза в год, в установленные сроки, независимо от финансового положения общества.

В случае недостатка у акционерного общества прибыли погашение облигаций производится из резервного фонда, который создается в размере, предусмотренном обществом, но не менее 15% его уставного капитала. Фонд формулируется из чистой прибыли акционерного общества путем ежегодных отчислений в размере не менее 5%.

***Облигации могут быть именными и на предъявителя.***

При выпуске именных облигаций общество обязано вести реестр владельцев облигаций. В случае потери такой облигации общество возобновляет ее за определенную плату.

При выпуске именных облигаций акционерное общество в случае потери такой облигации общество возобновляет ее за определенную плату.

При выпуске облигаций на предъявителя общество не ведет реестр владельцев облигаций и их имена не регистрируются эмитентом. Права владельца утерянной облигации на предъявителя восстанавливаются судом в порядке, установленном процессуальным законодательством РФ.

**Облигация на предъявителя должна содержать следующие реквизиты:**

- Фирменное наименование эмитента, его местонахождение;
- Полное наименование ценной бумаги – «облигация»;
- Ее порядковый номер;
- Номинальную стоимость;
- Дату выпуска облигации;
- Вид облигации;
- Общую сумму выпуска;
- Процентную ставку;
- Условия и порядок выплаты процентов (в том числе дату и место выплаты);
- Условия и порядок погашения облигации (срок погашения).

Облигация на предъявителя имеет, как правило, купонный лист, состоящий из нескольких купонов, на основании которых производится выплата процентов. При выплате очередного процентного платежа владелец облигаций предъявляет один из купонов к оплате (купон представляет собой отрывной талон, на котором напечатана процентная ставка).

## **4.2. Доход от облигации**

***Купонная ставка, т. е. определенный заранее процент от номинальной стоимости,*** который должен получить владелец облигации и который обязуется выплачивать эмитент, устанавливается последним в расчете на год. Вместе с тем купонная ставка может выплачиваться и чаще, например раз в полгода, раз в квартал.

По способу выплаты дохода различают:

- Облигации с фиксированным доходом, т. е. установленным заранее процентом, рассчитываемым как часть номинальной стоимости облигации;
- Облигации с плавающим процентом, доход по которым изменяется в зависимости от изменения ставок денежного рынка;
- Облигации с нулевым купоном (реализуются с дисконтом любой глубины против номинала и погашаются по номиналу в конце срока).

Оплата процентов по облигациям может производиться как в денежной форме, так и в форме ценных бумаг, в форме имущества.

Датой погашения облигации считается день, когда акционерное общество возвращает владельцу облигации сумму, равную номиналу облигации, выплатив предусмотренные проценты по ней.

***Выплата процентов по облигациям представляет собой юридическое обязательство общества, и в случае отказа от этих выплат общество может быть объявлено неплатежеспособным и подлежать ликвидации.***

### 4.3. Виды корпоративных облигаций

Корпоративные облигации отличаются многообразием.

**Закладная облигация**, выпускается акционерным обществом, обеспечивается имуществом эмитента. Такая облигация называется юридическим документом, подтверждающим, что эмитент заложил под свой долг имущество. Она предусматривает право владельца облигации на часть имущества в случае невыполнения эмитентом своих обязательств и при ликвидации общества. По закладным облигациям, называемые облигации под первый заклад, имущественные претензии удовлетворяются в первую очередь. Их еще называют старшими ценными бумагами общества.

**Кроме облигаций под первый заклад существуют:**

- ***Закладные корпоративные облигации под второй заклад.*** Претензии по ним подлежат удовлетворению после расчетов с владельцами облигаций первого заклада. Второзакладные облигации (более низкого качества по сравнению с облигациями первого заклада) обеспечивают более высокий процент, чем старшие ценные бумаги;

- ***Облигации под заклад финансовых активов общества.*** Данный вид облигаций обеспечивается не имуществом, а ценными бумагами, принадлежащими обществу. Заложённые ценные бумаги передаются в трастовое управление (где они и хранятся) доверенному лицу по данному облигационному займу. В случае невыполнения эмитентом обязательств, взятых при выпуске займа, доверенное лицо рассчитывается с владельцами облигаций, используя ценные бумаги.

Облигации могут быть выпущены и под обеспечение, предоставленное для этих целей третьими лицами.

Обеспечением беззакладных, или необеспеченных, облигаций служит общая платежеспособность общества. Это означает, что беззакладные облигации, являясь прямыми долговыми обязательствами, предоставляют держателю такой облигации право на часть имущества в случае невыполнения эмитентом своих обязательств.

***Выпуск облигаций без обеспечения разрешается на ранее третьего года существования акционерного общества и при наличии двух утвержденных годовых балансов общества.***

По способу погашения различаются облигации с отложенным фондом и облигации с выкупным фондом. Для этого акционерное общество формирует отложенный и выкупной фонды за счет отчислений от прибыли.

Отложенный фонд предназначается для погашения облигационного займа (части или всей суммы) по номинальной стоимости облигаций путем прямого обращения к владельцам этих ценных бумаг.

Выкупной фонд предназначается для выкупа части облигационного займа на рынке по заранее установленной цене (или ниже ее, если такое возможно).

Отзывные облигации предусматривают возможность их досрочного погашения по желанию владельцев. При этом решением о выпуске облигаций определяются стоимость погашения в срок, не ранее которого облигации могут быть предъявлены к погашению досрочно.

Безотзывные облигации погашаются в установленный обществом срок погашения по номиналу, т.е. в размере той денежной суммы, которая обозначена на лицевой стороне облигации.

Корпоративные акции и облигации, имея существенные различия, как два класса ценных бумаг тесно связаны между собой. Они могут взаимно обмениваться, что делает их универсальными финансовыми инструментами, удобными для многих организаций.

**Корпоративные облигации делятся на конвертируемые и неконвертируемые.**

**Конвертируемые облигации**, как и конвертируемые привилегированные акции, подлежат обмену. Они дают право владельцу облигаций обменять их на акции этого же эмитента по определенной цене и в обусловленный срок, что делает их более привлекательными для инвесторов. Общество в свою очередь не имеет права размещать конвертируемые облигации, если количество объявленных акций определенных категорий и типов меньше того количества акций, право на приобретение которых предоставляют такие облигации.

Владельцы **реконвертируемых облигаций** подобным правом покупки акций не обладают.

**Обменные облигации**, как разновидность корпоративных облигаций, предоставляют их владельцам право приобретать обыкновенные акции других обществ по фиксированной цене. При этом сами акции служат залогом, обеспечивающим выполнение обязательств эмитента.

#### **4.4. Надежность и доходность корпоративных облигаций**

Надежность и доходность корпоративных облигаций можно определить, учитывая их рейтинг. (Рейтинг – оценка инвестиционных качеств облигаций с помощью расчетов определенных коэффициентов).

Облигации, имеющие высокий рейтинг, зачисляются в высшую категорию и отличаются тем, что эмитент этих ценных бумаг при любых условиях выполняет взятые на себя при выпуске облигаций обязательства. Средний рейтинг имеют облигации, которым присущи элементы спекуляции: у владельца этих облигаций нет полной уверенности в срок получить по ним проценты и погасить их. На последнем месте в системе рейтинга находятся облигации с низкими инвестиционными качествами уверенность в выполнении принятых эмитентом обязательств крайне мала.

Рейтинги корпоративных облигаций служат надежным ориентиром не только при приобретении, но и при дальнейшем владении этими ценными бумагами. По ранее размещенным займам независимые организации регулярно пересматривают показатели оценки инвестиционных качеств облигаций, что влияет на их привлекательность для инвесторов.

В России рынок корпоративных облигаций находится в стадии развития. Он составляет не более 1 – 2% выпуска акций<sup>2</sup>. Между тем в развитых странах облигационная масса корпораций равняется от 10-15% до 60-65% общих объемов эмиссии корпоративных ценных бумаг.

---

<sup>2</sup> См.: Миронов В. Облигации спасут российский фондовый рынок//Рынок ценных бумаг. – 1996. - №7.

Федеральным законом «Об акционерных обществах» разрешено акционерным обществам с 1 января 1996 г. эмитировать корпоративные облигации со сроком обращения менее одного года, что в условиях сохраняющейся нестабильности экономики. Несомненно, повысит заинтересованность инвесторов в приобретении этих ценных бумаг, а также будет стимулировать их выпуск.

Вопросы для повторения:

1. Сформулируйте определение понятия облигаций.
2. При каких условиях допускается выпуск облигаций без обеспечения.
3. Какие реквизиты должна иметь облигация на предъявителя.
4. Какие виды корпоративных облигаций Вы знаете?

## **Раздел 5. ГОСУДАРСТВЕННЫЕ И МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ**

### **5.1. Государственный внутренний долг**

**Важнейшей частью фондового рынка выступает сектор государственных ценных бумаг, т.е. долговых обязательств федерального правительства.** Возникновение этого вида ценных бумаг связано с развитием экономических функций государства, для реализации которых была создана система государственных финансов, состоящая из двух дополняющих друг друга подсистем: бюджетной и кредитной.

Бюджет современного государства, как правило, характеризуется превышением расходов над доходами, т. е. он дефицитен.

Дефицит государственного бюджета может быть покрыт (уменьшен) за счет кредитов, полученных от Центрального банка РФ. Подобные банки во всех странах принадлежат государству. Если получить кредит невозможно или он недостаточен, прибегают к денежным эмиссиям (они нежелательны, ибо ведут к инфляции) или к выпуску долговых обязательств государства. Выпуск последних во всех странах имеет тенденцию к возрастанию и ведет к образованию государственного долга.

**Государственный долг** – общая сумма задолженности государства по непогашенным займам и невыплаченным процентам по ним. С учетом сферы размещения займов государственный долг подразделяется на внутренний и внешний. По срокам погашения различают государственный долг капитальный (задолженность, по которой срок платежа не наступил) и текущий (срок уплаты наступает в текущем или ближайшем бюджетном году).

Управление государственным внутренним долгом РФ производится Правительством РФ на основе законодательных актов, принятых Государственной Думой и утвержденных Президентом РФ. Государственная Дума при утверждении республиканского бюджета РФ устанавливает верхний предел государственного внутреннего долга и определяет политику по отношению к нему. Правительство РФ определяет порядок условия выпуска (выдачи) и размещения государственных долговых обязательств.

Обслуживание государственного долга производится Центральным банком РФ и его учреждениями (если иное не установлено Правительством РФ). Оно заключается в операциях по размещению долговых обязательств, их погашении и выплате доходов в виде процентов по ним или в иной форме. Все связанные с этим затраты производятся за счет средств бюджета РФ.

Состояние государственного внутреннего долга РФ контролируется Государственной Думой. Правительство обязано ежегодно не позднее мая текущего года публиковать данные о состоянии государственного долга РФ за предыдущий финансовый год.

Покрытие государственного внутреннего долга происходит за счет государственного бюджета. Оно предполагает погашение займов по истечении срока погашения, а также

выплату процентов (в том числе в купонной форме) и дисконтной разницы. В расходах бюджета необходимые для этого средства даются отдельной строкой<sup>3</sup>.

## 5.2. Государственные ценные бумаги РФ

Переход России к рыночной экономике, сокращение государственной собственности в результате приватизации, структурная перестройка народного хозяйства, высокий уровень инфляции и многое другое сделали неизбежным выпуск государством долговых ценных бумаг. Все они в руках государства стали инструментом для получения капитала через фондовый рынок.

Выпуску государственных ценных бумаг в России предшествовало создание требуемой нормативной базы, представленной указами президента, постановлениями правительства, приказами Министерства финансов РФ и Центрального банка РФ. Эту нормативную базу укрепил Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», принятый в 1996 г.

Ниже дана характеристика основных видов государственных ценных бумаг, находящихся на российском фондовом рынке.

**Государственные краткосрочные облигации (ГКО).** Главной задачей этих ценных бумаг является финансирование дефицита государственного бюджета по минимальной цене. Эмитентом ГКО (выпускаемых в бескупонной форме) выступает Министерство финансов РФ. Банк России проводит размещение, обслуживание и погашение облигаций. Эмиссии проводятся отдельными выпусками на срок три, шесть и двенадцать месяцев в безбумажной форме. Облигации размещаются с дисконтом на первичных аукционах, на которых в качестве дилеров участвуют коммерческие банки, получившие соответствующие полномочия от Банка России. Все операции по покупке и продаже облигаций производятся в торгово-депозитарной системе ММВБ, права на облигации учитываются путем внесения изменений на счетах «депо» в депозитарии этой биржи.

К июню 1995 г., т. е. более чем за два года существования ГКО, объем их общей эмиссии составил 54,4 трлн руб., общей выручки – 38,9 трлн руб., чистый доход бюджета – 12,9 трлн руб. Этот инструмент фондового рынка оказался для государства эффективным. Ведущими участниками рынка ГКО 1995 г. были коммерческие банки, 90% которых выразило желание приобрести эти облигации (общая сумма их инвестиций в ГКО составит 28-31 трлн руб.). Вторым по значимости инвестором служит население, спрос которого на ГКО достигнуть 5,3 трлн руб. при инфляции 1-3%.

**Казначейские обязательства (КО).** Возникновение их связано с ростом задолженности государства предприятиям различных отраслей хозяйства и форм собственности. К марту 1994 г. задолженность составила около 11 трлн руб., при этом каждый рубль государственного долга стимулировал 2-3 руб. долгов самих предприятий. Чтобы решить эту проблему, не прибегая к инфляционным методам, Правительство РФ поставило целью переоформить 10% этой задолженности в особые долговые ценные бумаги. Такими бумагами стали КО.

КО выпускаются сроком на один год в безбумажной форме – в виде записей на счетах «депо» в уполномоченных депозитариях. Время с момента выпуска до начала погашения варьируется от 50 до 360 дней в зависимости от серии. По всем сериям КО установлен единый доход – 40% годовых.

Владельцы КО вправе производить с ними следующие операции: погашать кредиторскую задолженность, оплачивать без ограничений товары и услуги, продавать их юридическим и физическим лицам-резидентам, совершать залоговые операции, обменивать на казначейские налоговые освобождения и, наконец, погашать с получением процентов.

<sup>3</sup> См.: Закон РФ «О государственном внутреннем долге РФ» от 13 ноября 1992г.

Чтобы выполнять большую часть этих операций, КО должны пройти определенное для каждой серии количество индоссаментов (3-5). Выпуск КО начался в сентябре 1994 г., к 1 июня 1995 г. в обращении находилось КО на сумму 46 трлн руб.

**Облигации внутреннего валютного займа.** В результате банкротства Внешэкономбанка СССР (ВЭБ) на его счетах оказались «замороженными» средства юридических и физических лиц. Согласно Указу Президента РФ, задолженность ВЭБ перед юридическими лицами покрывается облигациями внутреннего валютного займа со сроком погашения от 1 года до 15 лет. Выпущен займ был в мае 1993 г. общим объемом 7,9 млрд. долл. Номинал облигаций: 1000, 10000 и 100000 долл. Облигации были выпущены пятью сериями. Облигации ВЭБ выступают документарными бумагами на предъявителя. Эмитент облигации – Министерство финансов РФ. Частью каждой облигации является комплект купонов, по которым производятся годовые выплаты процентов. Купонная ставка – 3% годовых – выплачивается 14 мая каждого года.

На 1 июня 1995 г. было размещено облигаций на сумму 7,4 млрд. долл. При обмене вкладов ВЭБ на облигации преимущество было отдано коммерческим банкам, совместным предприятиям и благотворительным фондам: им были выданы облигации ближних серий. Торговля облигациями ВЭБ производится как в России, так и за рубежом. На данный момент в России вся торговля облигациями ВЭБ происходит вне биржи. Ввиду невысокого купонного процента банки торгуют облигациями ВЭБ с дисконтом, составляющим 20-70% в зависимости от серии.

**Облигации федерального займа с переменным купонным процентом (ОФЗ).** ОФЗ выпускаются в соответствии с Генеральными условиями выпуска и обращения облигаций федеральных займов, утвержденными постановлением Правительства РФ №458 от 15 мая 1995 г. ОФЗ с переменными купонным доходом являются измененными среднесрочными государственными ценными бумагами и предоставляют их владельцам право на получение номинальной стоимости облигации при ее погашении и на получение купонного дохода в виде процента к номинальной стоимости облигации.

Эмитентом выступает Министерство финансов РФ, устанавливающее для каждого отдельного выпуска облигаций его объем, порядок расчета купонного дохода, определяемого на основе доходности по ГКО, дату размещения, дату погашения, сроки выплаты купонного дохода, а также ограничения для потенциальных владельцев.

Величина купонного дохода рассчитывается отдельно для каждого периода его выплаты и объявляется по первому купону не позднее чем за семь дней до даты начала размещения, по следующим купонам, включая последний, - не позднее чем за семь дней до даты выплаты дохода по предшествующему купону<sup>1</sup>. Все операции с ОФЗ, включая расчеты и учет прав на облигации, осуществляются через учреждения Банка России. Размещение ОФЗ, как и ГКО, производится на аукционе через уполномоченных дилеров, а вторичные торги – на ММВБ.

В июне 1995 г. состоялся первый выпуск ОФЗ со сроком обращения 378 дней (на первом аукционе было выставлено облигаций на сумму 1 трлн руб., реализовано на сумму 587,6 млрд. руб.)<sup>2</sup>.

**Государственный сберегательный займ (ГСЗ)** был выпущен в обращение в августе 1995 г. Объем займа – 10 трлн руб., которые государство намерено получить до 1998 г., выпустив его облигации десятью сериями по 1 трлн руб. каждая (владельцы облигаций Российского внутреннего выигрышного займа 1992 г. имеют право обменять их на облигации нового займа). ГСЗ выпускается в документарной форме, в виде облигаций на предъявителя, с процентным доходом, который для первого их выпуска равен 102,7%

<sup>1</sup> См.: Доклад Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку (ФКЦБ) при Правительстве РФ – М., 1995. – С.

<sup>2</sup> Там же.

годовых. Облигации займа свободны в обращении, их владельцами могут быть как юридические, так и физические лица (резиденты и нерезиденты). Номиналы облигаций – 100 и 500 тыс. руб.

«Расчетная» цена облигации ГСЗ зависит от дня покупки и определяется как сумма номинальной цены и накопленного на день совершения операции купонного дохода. Естественно, что рыночная цена будет отличаться от расчетной (на нее влияют различные факторы).

Идея создания финансового инструмента с «плавающей» процентной ставкой прогрессивна. Переключив инфляционный риск с инвесторов на государство позволит занимать деньги на более длительный срок под меньший процент. Однако тесная привязка ОФЗ к ГКО сокращает возможность выбора инвестором отдельных видов ценных бумаг на фондовом рынке.

Названные выше государственные ценные бумаги являются главными, но не единственными бумагами подобного рода на российском фондовом рынке. Постепенно уходят из обращения ценные бумаги СССР (например, облигации Государственного целевого беспроцентного займа 1990 г., предусматривавшего их товарное покрытие), а также мелкономинальные облигации Государственного внутреннего облигационного займа 1991г. и Российского внутреннего выигрышного займа 1992 г. Рынок государственных ценных бумаг в России всегда будет подвижным, отражая существующие в стране экономические и политические реалии.

### **5.3. Муниципальные ценные бумаги**

На фондовых биржах дореволюционной России и на ее внебиржевом рынке всегда находилось в обращении много облигаций, эмитентами которых были губернии, города, земства и другие административные единицы. В 1992 г. в России началось восстановление рынка муниципальных ценных бумаг. По состоянию на май 1995 г. было зарегистрировано более 60 выпусков таких бумаг на сумму свыше 4,5 трлн руб. В этот период крупнейшим являлся городской займ Санкт-Петербурга объемом эмиссии по номиналу 2,1 трлн руб. Крупные займы сделаны также Москвой, Тюменью, Нижним Новгородом и др.

Выпуск облигаций органами власти субъектов РФ, а также органами местного самоуправления регулируется не специальными, а общими для выпуска всех ценных бумаг нормативными актами.

Выпущенные в России в 90-х гг. муниципальные облигации характеризуются заметным разнообразием. Как и в других странах, они подразделяются на две основные категории: общего покрытия и доходные (целевые) облигации. Первые обеспечиваются всем бюджетом (или его отдельными статьями) и имуществам эмитента. Они не носят целевого инвестиционного характера, а предназначены для покрытия бюджетного дефицита и финансирования текущих расходов. Такие бумаги аналогичны ГКО и размещаются подобным же образом. Они пользуются определённым успехом на фондовом рынке, хотя и таят в себе потенциальную угрозу возникновения финансовых пирамид.

Всё же по количеству выпущенных облигаций доходные (целевые) займы явно преобладают. Муниципалитеты выпускают их под конкретный инвестиционный проект и обычно погашают доходами от его реализации. Наибольшую группу среди этих займов составляют жилищные займы, а также другие займы, имеющие социальную направленность (предназначены для развития социальной инфраструктуры).

Муниципальные облигации эмитируются в форме либо краткосрочных (от 1 до 12 месяцев), либо среднесрочных (от 1 года до 3, максимум 10 лет) обязательств. В России долгосрочные облигации в связи с высоким уровнем инфляции не получили широкого распространения. Облигации местных органов власти выпускаются в виде именных ценных бумаг и бумаг на предъявителя в документарной и бездокументарной форме.

Для реализации и обслуживания муниципальных займов приглашаются профессиональные участники рынка ценных бумаг, которые и размещают их среди инвесторов (юридических и физических лиц). Для реализации крупных займов создаются, на акционерной основе, временные финансовые объединения (синдикаты). Облигации продаются инвесторам путем публичного (открытого) либо частичного (закрытого) размещения.

Почти во всех случаях гарантах муниципальных займов являются сами эмитенты. Исключение составляют жилищные займы, гарантами которых выступает региональная администрация, а в некоторых случаях – коммерческие банки.

Доходность муниципальных облигаций ниже банковских ставок, но она компенсируется их более высокой надежностью по сравнению с частными ценными бумагами и налоговыми льготами (в ряде случаев эти облигации участвуют в розыгрыше призов вещевых лотерей).

23 ФКЦБ марта 1995 г. приняла решение, в соответствии с которым *на облигации субъектов РФ были распространены статус государственных ценных бумаг и соответствующие налоговые льготы*. Однако для кардинального решения этого вопроса необходим Указ Президента РФ или постановление Правительства РФ.

Успех реализации муниципальных облигаций во многом зависит от проработки вопросов, связанных с их размещением.

По прогнозам, в ближайшее время основным инвестором в муниципальные ценные бумаги будет население, стремящееся сохранить сбережения и улучшить жилищные условия.

Вопросы для повторения:

1. Что представляет собой государственный внутренний долг?
2. Какие существуют методы покрытия государственного внутреннего долга?
3. Что представляют собой ценные бумаги государства (муниципалитетов) и для каких целей они выпускаются?
4. Какие виды ценных бумаг были выпущены Российским государством в 90-х г.г.?
5. Как происходит реализация государственных ценных бумаг в Российской Федерации на первичном и вторичном рынках?

## **Раздел 6. ВЕКСЕЛЬ**

### **6.1. Общие положения**

Исторически вексель - первая форма ценной бумаги в хозяйственной жизни. Издавна вексель применялся как удобное средство оформления расчетных отношений, средство платежа, средство получения кредита, предоставляемого продавцами покупателям в товарной форме в виде отсрочки уплаты денег за проданные товары. Вексель является действенным рыночным инструментом, обеспечивающим исполнение обязательств и возврат долгов.

Федеральный закон «О переводном и простом векселе» от 11 марта 1997 г., вступивший в силу 18 марта 1997 г., признал утратившим силу постановление Президиума ВС РФ «О применении векселя в хозяйственном обороте РСФСР» и установил, что на территории России применяется Положение о переводном и простом векселе 1937 г.

Рассмотрим вексель, основываясь на действующем Положении о переводном векселе.

**Вексель – это письменное долговое обязательство строго установленной формы, удостоверяющее безусловное обязательство одной стороны уплатить в установленный**

срок определенную денежную сумму другой стороне и право последней требовать этой уплаты.

*Вексель – универсальный финансовый инструмент, который выполняет несколько экономических функций.*

Прежде всего вексель является орудием кредита. Посредством векселя можно оформить различные кредитные обязательства: оплатить купленный товар или оказанные услуги на условиях коммерческого кредита, возвратить полученную ссуду, предоставить кредит, оформить привлечение дополнительного оборотного капитала.

Развитый торгово-промышленный оборот не возможен без кредита. Как крупные, так и небольшие предприятия, в особенности торговые, формируют значительную часть своих оборотных капиталов за счет кредитных ресурсов. Вексель обеспечивает кредитование покупателя продавцом без посредничества банков и других финансовых институтов.

При отсутствии у покупателя средств для оплаты товара непосредственно после поставки продавец предоставляет ему кредит в виде отсрочки платежа на определенный срок за плату в виде процента от суммы сделки. Отсрочка платежа оформляется векселем. *Сумма долга покупателя, составляющая валюту векселя (обозначенную в векселе сумму), включает стоимость товарной сделки и абсолютную величину процентов за коммерческий кредит.*

Присущие векселю формальная и материальная строгость, легкая передаваемость и скорость процедуры взыскания вексельных долгов делают вексель привлекательным для предприятий-кредиторов. Кроме того, векселедержатель имеет возможность получить деньги по векселю ранее указанного в нем срока либо посредством учета векселя в банке, либо путем получения банковского кредита под залог векселя. Таким образом, *еще одна функция векселя – возможность его использования в качестве средства обеспечения сделок и кредитов*, причем использоваться с этой целью могут и собственные векселя предпринимателя, и векселя, полученные от других предприятий по торговым оборотам.

Следующая функция векселя заключается в том, что он служит инструментом денежных расчетов, кредитной формой денег. При этом вексельное обращение способно многократно ускорять расчеты, поскольку в развитом коммерческом обороте вексель до своей оплаты проходит через десятки держателей, погашая их денежные обязательства и уменьшая потребность в наличных деньгах, что особенно важно в случае недостаточности последних в денежном обороте.

В наибольшей степени вексель выполняет функцию средства платежа, если передается в платеж либо по безоборотной передаточной надписи, либо простым вручением. Здесь передача векселя не создает для передающего обязанностей по передаваемому векселю и, как при уплате наличных денег, окончательно завершает сделку.

Широко вексель используется в качестве платежного средства в международных расчетах при осуществлении экспортно-импортных операций. Следует отметить, что в практике международной торговли используется преимущественно форма переводного векселя, наиболее приспособленная к переводу средств из одной местности (страны) в другую.

Для выполнения кредитной и обеспечительной функции предпочтительна форма простого векселя, устанавливающего прямые и непосредственные отношения между должником и кредитором.

Коммерческие банки, учитывающие векселя своих клиентов, в целях регулирования текущей ликвидности могут переучесть свой вексельный портфель в Центральном банке РФ, который устанавливает процентную ставку (ставку рефинансирования), а также определенные качественные требования как к переучитываемым векселям, так и к коммерческим банкам, осуществляющим переучет.

Через механизм переучета вексель выполняет важную народнохозяйственную функцию в качестве инструмента рефинансирования и денежно-кредитного регулирования Банка России.

**Векселя в зависимости от условий возникновения долга и выполняемых функций подразделяются на коммерческие, финансовые и обеспечительные.**

**Коммерческие векселя** основаны на реальной сделке по купле-продаже товаров в кредит; выдача их влечет отсрочку платежа.

Коммерческие векселя передаются фактически под залог товара и обеспечиваются теми денежными средствами, которые поступят от продажи товаров, приобретенных с помощью векселя. Поэтому такие векселя называют также **товарными, покупательскими или покрытыми**. Они составляют наиболее прочную базу вексельного оборота.

Однако помимо покрытых векселей в коммерческом обороте встречаются безденежные фиктивные векселя, не связанные с потребностями оборота и выдаваемые с целью получения денежных средств посредством учета их в банке.

Существует несколько разновидностей безденежных векселей: дружеские, встречные и бронзовые (дутые).

**Дружеские векселя** передаются платежеспособным предприятием в качестве «дружеской услуги» другому предприятию, испытывающему финансовые затруднения и нуждающемуся в кредите (либо акцептуются векселя последнего), с тем, чтобы векселедержатель расплатился векселем со своими кредиторами либо учел его в банке.

Выдача дружеских векселей может быть использована и для искусственного увеличения суммы векселедателя при объявлении его несостоятельным. Суммы, выплаченные по таким векселям, возвращают затем векселедержателем векселедателя.

Дружеские векселя выписываются обычно в случае полного доверия контрагенту. Однако в качестве своеобразной гарантии от убытков, которые векселедатель может понести в случае неоплаты дружеского векселя, векселедатель вручает своему контрагенту вексель на ту же сумму – **встречный вексель**.

Выдача встречных векселей практикуется и в тех случаях, когда две нуждающиеся в деньгах фирмы обмениваются безденежными векселями.

**Бронзовые (дутые) векселя** также не имеют реального обеспечения и выписываются от имени несуществующей фирмы с целью получения наличных денег в банке.

Наличие в коммерческом обороте большого количества безденежных векселей вызывает вексельную инфляцию. Безденежные векселя, как правило, не оплачиваются в срок, что вызывает финансовые затруднения у векселедателей. Учтенные в банке безденежные векселя отвлекают часть финансовых ресурсов из реального торгового оборота, а непроизводительно используемые денежные средства обесцениваются. Поэтому Письмом Центрального банка РФ от 9 сентября 1991 г. № 14-3/30 использование в России таких векселей запрещено.

**Финансовые векселя** являются непосредственным следствием договора займа, когда одна сторона получает от другой некоторую сумму денег, выдавая взамен вексель. В торгово-промышленном обороте финансовые векселя используются предприятиями для пополнения оборотных средств. Частные финансовые векселя обычно эмитируются крупными известными фирмами, имеющими устойчивое финансовое положение. Однако такой способ займа менее предпочтителен по сравнению с облигациями, поскольку средства привлекаются на краткосрочной основе, а в производство они вовлекаются на более длительные сроки. Это ставит под сомнение своевременность платежей по частным финансовым векселям. Такие векселя обычно не принимаются банками к учету.

Разновидность финансовых векселей служат **казначейские векселя** – краткосрочные обязательства государства со сроками погашения 3,6 и 12 месяцев, выпускаемые в обращение в целях покрытия бюджетного дефицита. Начиная с 1992 г. Правительство

Российской Федерации использует такой способ краткосрочных займов, выпуская государственные краткосрочные облигации (ГКО), представляющие собой по сути казначейские векселя.

Финансовый вексель, плательщиком по которому выступает банк, называется **банковским векселем**.

**Обеспечительные векселя** используются в качестве средства обеспечения своевременности и точности исполнения обязательства по какой – либо другой сделке. Обязанная сторона выдает контрагенту соло-вексель (с одной только собственной подписью) сроком по предъявлению. Такой вексель может быть предъявлен к платежу только в случае невыполнения векселедателем обязательства, которое обеспечивает вексель.

В банковской практике обеспечительные векселя используются в качестве обеспечения по бланковым ссудам, а также если нет полной уверенности в обязательности заемщика. Обеспечительный вексель не предназначен для дальнейшего оборота, он хранится на депонированном счете заемщика и, если платеж осуществляется в срок, немедленно погашается. В противном случае банк получает право собственности на вексель и предъявляет его должнику к оплате.

Как разновидность обеспечительного векселя может рассматриваться **задаточный вексель**, выдаваемый в качестве задатка по сделке вместо наличных денег.

В качестве обеспечения по ссуде заемщиком могут быть предъявлены не собственные векселя, а выписанные третьими лицами, но с индоссаментом заемщика. Тогда ссуда называется «вексельный онколь» (от англ. on call – по требованию), т. е. это ссуда до востребования под залог векселей. По мере поступления платежей по таким векселям ссуда погашается.

## **6.2. Особенности функционирования векселя**

**Особенности функционирования векселя как ценной бумаги, отличающие ее от других долговых денежных обязательств, состоят в следующем:**

- Вексель – абстрактный денежный документ, поэтому в тексте векселя не допускаются никакие ссылки на основания его выдачи, конкретные причины появления долгового обязательства (например, оплата товара, привлечение дополнительных оборотных средств или гарантии возврата ссуды). В силу этого вексель не обеспечивается залогом. Абстрактность векселя определяется универсальностью его применения;

- Предметом вексельного обязательства могут быть только деньги;

- Вексель обладает такими качествами, как беспорочность и безусловность, поскольку обязательство должника произвести платеж не зависит ни от условий возникновения долга, ни от наступления какого-либо события. Плательщик не вправе ни уклониться от совершения платежа, ни продлить его срок;

- Векселю свойственна обращаемость. Возможность многократной передачи векселя из рук в руки посредством передаточной надписи позволяет использовать его как средство обращения вместо наличных денег;

- Векселю присуще такое важное качество, как «вексельная строгость». Реквизиты векселя определены законами о векселях, и все, что не соответствует им, считается ненаписанным. Отсутствие хотя бы одного из обязательных реквизитов лишает вексель юридической силы (при этом вексель может рассматриваться как обычная долговая расписка); особой строгостью отличается также процедура взыскания вексельных долгов;

- Лица, связанные с движением векселя, несут солидарную ответственность (исключение составляют лица, совершившие безоборотную надпись);

- При отказе принять вексель к платежу или при его неоплате в срок предусматривается совершение протеста в нотариальном порядке;

- Обращение к нотариусу для засвидетельствования подписи на векселе не требуется;

- При расчете коммерческими векселями важным моментом является обязательство выполнения товарных поставок;
- Законодательства не допускает выписки коммерческого векселя на предъявителя, поскольку в основе вексельного обращения лежат реальные денежные сделки с конкретными хозяйствующими субъектами;
- Эмиссия векселя не предусматривает государственной регистрации;
- Вексель – краткосрочный денежный документ: максимальный срок его обращения – 361 день. В Российской практике срок обращения коммерческого векселя законодательно ограничен шестью месяцами, т.е. векселя могут применяться только при заключении хозяйственных сделок на срок не более 180 дней.

### 6.3. Простой и переводной вексель

**Коммерческие векселя, за которыми стоит конкретная товарная сделка, бывают простые и переводные.**

**Простой вексель** представляет собой простое и ничем не обусловленное обязательство векселедателя уплатить по наступлении срока конкретную сумму векселедержателю. Простой вексель называют «call-вексель», т. е. вексель, на котором имеется только одна подпись – лица, обязанного совершить платеж. Такой вексель предполагает, что лицо, выставившее вексель, одновременно плательщик по нему. Простой вексель является по сути долговой распиской покупателя, вручаемой продавцу в обмен на товар или услугу.

Однако практически каждый субъект может выступать на товарном рынке как в роли поставщика (кредитора), так и в роли покупателя (должника).

В случае, если кредитор по конкретной сделке должен третьему лицу определенную сумму, он может ликвидировать либо уменьшить свой долг, используя переводной вексель.

**Переводной вексель** (трата) – письменный документ, содержащий приказ векселедателя, адресованный плательщику-должнику, уплатить деньги (в определенный срок и в определенном месте) получателю – держателю векселя или по его приказу другому лицу.

В отличие от простого в переводном векселе участвуют не два, а три лица:

1. **Трассант** – выдающий вексель;
2. **Ремитент** – первый приобретатель, получающий вместе с векселем право требовать и платеж по нему;
3. **Трассат** – плательщик, которому векселедержатель предлагает произвести платеж.

Переводной вексель, содержащий приказ совершить платеж (приказ исходит от лица, выдавшего вексель), еще не обязательство платежа со стороны трассата. Следовательно, переводной вексель должен быть подтвержден, или акцептован, трассатом (плательщиком-должником). Отсюда **акцептованный вексель** – вексель, имеющий акцепт (согласие) плательщика на его оплату в срок. Трассировать переводной вексель означает принять на себя обязательство гарантии акцепта и платежа по нему. Акцепт оформляется надписью на векселе и подписью трассата (с указанием даты).

Посредством акцепта лицо, указанное на векселе как плательщик, становится главным вексельным должником (акцептантом). По переводному векселю такой должник выступает плательщиком лишь с момента акцепта векселя. До этого момента имеется налицо лишь условный должник (трассант).

Трассировать переводной вексель на другого возможно лишь в том случае, если трассант имеет у трассата в своем распоряжении ценности, которые не меньше суммы, указанной в таком векселе.

Акцептант переводного векселя, так же как векселедатель простого, несет ответственность за оплату векселя в установленный срок.

Векселедержатель переводного векселя должен своевременно его предъявить к акцепту и платежу, иначе выполнение этих условий может быть отнесено к его собственной вине.

С целью повышения надежности векселя в обращении в векселе (простом и переводном) предусматривается вексельное поручительство за векселя или плательщика по векселю – **аваль**, причем вексельные обязательства могут быть гарантированы как полностью, так и в части вексельной суммы. Это обеспечение дается либо третьим лицом, либо одним из лиц, подписавших вексель. Авалист (лицо, совершившее аваль) отвечает за оплату векселя перед любым законным векселедержателем. Он несет солидарную ответственность с лицом, за которое поручается, и отвечает за оплату векселя, даже если гарантированное им обязательство окажется недействительным.

Аваль может быть оформлен гарантийной надписью авалиста («считать за аваль») на самом векселе или на дополнительном листе (*аллонже*), прикрепленном к векселю. На аллонже совершаются и передаточные надписи (*индоссамент*), если на оборотной стороне векселя они не помещаются. Индоссамент выражается словами «платите приказу» или «платите вместо нас» и означает переход права получения платежа по векселю к другому лицу. Лицо, совершающее индоссамент, называется *индоссантом*, а лицо, получающее вексель по индоссаменту, – *индоссатом*.

Возможность передачи векселя следует из текста векселя, содержащего оговорку о приказе векселедержателя уплатить другому лицу. Однако индоссирован может быть и вексель, не содержащий прямой оговорки о приказе, поскольку, как отмечалось ранее, обращаемость – неотъемлемое свойство векселя.

**Индоссамент** должен быть простым и ничем не обусловленным. Частичный индоссамент недействителен. *Индоссамент может быть специальным или именным, т. е. указывающим, к кому переходит право получения платежа («платите приказу...»), бланковым (оформляется только подписью индоссанта) и на предъявителя («платите предъявителю настоящего векселя»).*

Количество индоссаментов не ограничивается. Законным держателем вексель выступает лицо, основывающее свое право на непрерывном ряде индоссаментов.

От количества индоссаментов (кроме передаточной функции индоссамент на векселе выполняет и гарантийную функцию: каждый индоссант по векселю отвечает за акцепт и за платеж) и авалья зависит степень доверия к векселю. Последний становится более надежным способом обеспечения платежа. Индоссант может снять с себя ответственность за платеж, поставив безоборотную надпись («без оборота на меня»), но это снизит привлекательность векселя для последующих держателей.

Среди индоссаментов, не удовлетворяющих переход прав по векселю – это **препоручительные индоссаменты** – существуют две разновидности:

- **Инкассовый индоссамент** – оформляется, если векселедержатель поручает банку инкассировать вексель, т. е. получить по нему платеж («валюта на инкассо, к получению», «как доверенному»);

- **Залоговый индоссамент** («валюта в залог») – оформляется, если векселедержатель служит обеспечением по ссуде в банке.

## 6.4. Протест векселей

Оплата векселя в установленный срок погашает вексельное обязательство.

В случае отказа от платежа по векселю векселедержатель может предъявить в суде иск к векселедателю (акцептанту по переводному векселю). Если переводной вексель не акцептован или не оплачен, векселедержатель имеет полное право потребовать оплаты векселя в порядке регресса. Это означает обратное требование о возмещении уплаченной суммы от векселедателя, индоссантов, авалистов, которые несут солидарную ответственность за уплату суммы векселедержателю. По выбору векселедержателя им может стать любое лицо независимо от порядка подписей на векселе. Если вексель оплачивает

один из индоссантов, то он имеет право обратиться с иском к другим индоссантам или трассанту, причем трассант не имеет право регресса к индоссантам.

Следует заметить, что перед подачей иска векселедержатель должен обязательно совершить **протест** – официально подтвердить у нотариуса факт отказа в акцепте или платеже по векселю. Удостоверившись в отказе, нотариус оформляет акт протеста в неплатеже или неакцепте, проставляет на векселе “опротестовано” и вносит данные векселя в реестр протестовавшихся векселей.

Опротестованные векселя не могут служить средством платежа, они не принимаются к учету в банках, а также в обеспечение выдаваемых кредитов. Акт протеста с приложенным опротестованным векселем является основанием для взыскания суммы платежа по векселю в судебном порядке. Если на векселе были сделаны индоссаменты, векселедержатель может предъявить иск к любому индоссанту. В зависимости от характера ответственности участников векселя для предъявления иска устанавливаются сроки вексельной давности:

- К акцептанту переводного векселя – три года;
- К векселедателю простого векселя или индоссанту переводного векселя – один год;
- Для исковых требований друг другу – шесть месяцев.

Последний векселедержатель в течение четырех рабочих дней должен поставить своего индоссанта в известность о факте неуплаты по векселю, далее индоссанты извещают друг друга в течение двух рабочих дней каждый, восходя до трассанта или первого держателя простого векселя. Извещается также авалист.

## **6.5. Обязательные вексельные реквизиты**

**Основные элементы, в совокупности составляющие вексельное обязательство, называются вексельными реквизитами. Переводной вексель должен содержать следующие обязательные реквизиты:**

1. Наименование “вексель”, включенное в текст документа и выраженное на том языке, на котором этот документ составлен;
2. Простое и ничем не обусловленное предложение уплатить определенную сумму;
3. Наименование и адрес того, кто должен платить (плательщика-трассанта);
4. Наименование получателя платежа (ремитента), которого или по приказу которого должен быть совершен платеж;
5. Указание срока платежа;
6. Указание места, в котором должен быть совершен платеж;
7. Указание даты и места составления векселя;
8. Наименование и подпись векселедателя (трассанта).

*Поскольку отсутствие хотя бы одного из обязательных реквизитов лишает вексель силы, рассмотрим их подробнее.*

1. **Наличие “вексельной метки”** означает, что наименование “вексель” должно обязательно присутствовать и в заглавии, и в тексте документа. Это делается с целью обозначить отличие векселя от родственных ему обязательств и затруднить превращение не вексельного обязательства в таковое.

2. Поскольку вексель является денежным документом, в нем **должна быть указана сумма платежа (валюта векселя)**. Один раз сумма фиксируется цифрами, другой раз – прописью. Валюта векселя может быть обозначена в иностранной валюте. Допускается наличие двух валют платежа, причем между суммами не должно стоять союза “или” – только союз “и”. Исправления вексельной суммы не допускаются (даже оговоренные подписью векселедателя), в случае же разногласия между суммой цифрами и суммой прописью верной считается сумма, обозначенная прописью.

В вексельную сумму могут включаться и проценты за время обращения векселя. Если же эти проценты указываются отдельно, то запись по ним оформляется согласно правилам оформления суммы векселя, рассмотренным ранее.

Только вексель, подлежащий оплате по предъявлении или в такой-то срок от предъявления, может содержать условия о начислении процентов на вексельную сумму. В векселе, подлежащем оплате в другие сроки, условия о процентах считаются ненаписанными.

Вексель выступает документом безусловным и абстрактным, поэтому в тексте вексельная сумма не должна сопровождаться никакими условиями платежа либо ссылками на обязательства по сделке. В соответствии с Единообразным вексельным законом любое условие платежа в тексте векселя считается ненаписанным. Следует отметить, что, согласно Единообразному торговому кодексу США и английскому вексельному закону, вексель не является абстрактным денежным обязательством, и ссылка на контракт, на основании которого вексель выписан, не только возможна, но и необходима.

**3. Вексель должен содержать сведения о плательщике по векселю.** В переводном векселе плательщик – трассат, становящийся ответственным лицом только после акцепта векселя, в силу которого он принимает обязательство оплатить вексель в определенный срок.

Наименование трассата в тексте векселе относится к числу обязательных реквизитов переводного векселя. Указание плательщика производится обычно в левом нижнем углу на лицевой стороне векселя.

**4. Сведения о лице, в пользу которого совершается платеж (о ремитенте),** обычно оформляются словами “платите...(наименование ремитента) или по его приказу”. Если получатель – векселедатель, ставится указание: “платите в нашу пользу” или “платите по нашему приказу”. Единообразный вексельный закон не допускает выставление векселя на предъявителя, поскольку вексель должен оформлять конкретную товарную сделку. Английский вексельный закон, напротив, допускается выставление векселей на предъявителя, т. е. данный реквизит необязателен.

**5. Срок платежа,** обозначенный конкретной записью, - обязательный реквизит, и отсутствие его в векселе делает вексель недействительным. Различают сроки платежа: “по предъявлении”; “во столько-то времени от времени предъявления”; “во столько-то времени от составления”; “на конкретную дату”.

Если вексель подлежит оплате в определенный день, указывается конкретная календарная дата (число, месяц, год).

В случае если вексель составлен со сроком оплаты “по предъявлении”, то день предъявления – день платежа; вексель должен быть предъявлен к платежу в течение года со дня его составления, иначе векселедержатель теряет право на получение платежа. Такой срок оплаты наименее удобен для плательщика, поскольку ему необходимо всегда иметь наготове определенную сумму денег. Однако векселедатель может указать дату ранее которой вексель может быть предъявлен к платежу. Индоссаты в последующем могут сократить срок оплаты векселя.

Вексель со сроком “во столько-то времени от предъявления или составления векселя” удобен плательщику: он предоставляет возможность подготовиться к платежу. От дня предъявления векселя (им считается день, когда плательщик сделал отметку на векселе о согласии на оплату) начинается отсчет срока платежа.

Срок платежа, назначенный путем указания точного количества дней от составления векселя, считается наступившим в последний из этих дней, а не в день после него. При этом исчисление срока платежа начинается в день даты выставления векселя (день даты в счет периода не входит).

Допустимо назначение платежа на начало, середину или конец месяца. Под этими записями подразумевается первое, пятнадцатое или последнее число месяца.

Вексель со сроком платежа “во столько-то времени от предъявления” необходимо предъявить к оплате в течение года со дня его составления, но для этого нужно заранее представить вексель плательщику, для того чтобы окончательный срок по векселю не выходил за пределы установленного года.

**6. Вексель содержит указание специального месяца платежа.** Если же место платежа отсутствует в документе, им считается место его составления (простой вексель) или место, обозначенное рядом с наименованием плательщика по нему (переводной вексель). Вексель считается недействительным, если на нем отсутствуют и место платежа, и местонахождение плательщика, а также если указывается несколько мест платежа.

Если в векселе не совпадают место платежа и местонахождения плательщика, он называется **домицилированным**. Лицо, у которого следует получить платеж (помимо плательщика), - *домицилиант*.

Чаще всего домицилиантом назначается банк, причем это может быть как банк, в котором плательщик обслуживается (имеет расчетный счет), так и любой другой банк (например, в месте жительства remitenta). Внешним признаком таких векселей служит надпись: “вексель подлежит оплате (или платеж) в... банке” – в нижней части векселя под подписью плательщика. Банк оплачивает вексель только в случае достаточности денежных средств на счете клиента либо если плательщик задепонировал на счете в банке сумму, необходимую для оплаты. В противном случае банк отказывает в платеже, а вексель опротестовывается обычным порядком. За оплату векселей сторонних плательщиков банки взимают комиссионные.

**7. Если срок платежа не указан, вексель считается выставленным сроком “по предъявлении”.** На лицевой стороне векселя указываются дата и место его составления. Дата составления необходима для определения дееспособности векселедателя в момент составления векселя, а также для определения вексельного срока, в особенности по векселям сроком “во столько – то времени от составления”.

Переводной вексель, в котором не указано место его составления, признается подписанным в месте, обозначенном рядом с наименованием векселедателя (трассанта). Если и таковое отсутствует, вексель считается недействительным.

**8. Отсутствие подписи (собственноручной) векселедателя в коммерческом векселе делает вексель лишенным смысла.**

Следует указать: полное наименование юридического лица, выставившего вексель; его юридический адрес; наименование, имя, должности лица, обладающего правом подписи векселя от имени предприятия.

Векселедатель отвечает за акцепт и платеж. Он может сложить с себя ответственность за акцепт, однако всякое условие, по которому он слагает с себя ответственность за платеж, считается ненаписанным. Недействительные подписи на векселе (если вексель написан без полномочий или не в соответствии с предоставленными полномочиями) не ведут к потере силы подписей других подписантов. Сторона, поставившая свою подпись, не имея на то полномочий, несет ответственность и обязана уплатить по векселю вместе с другими лицами; уплатив, она приобретает те же права, что и полномочный представитель.

*Все вексельные реквизиты, рассмотренные для переводного векселя, обязательны и для простого векселя. Отличие заключается в лишь том, что в простом векселе плательщиком является непосредственно векселедатель (пункт 3).*

*Исключения составляют следующие моменты:*

- Если срок платежа по простому векселю не указан, вексель рассматривается как подлежащий оплате по предъявлении;

- При отсутствии особого указания место составления векселя считается местом платежа (и вместе с тем местом жительства векселедателя);
- Если не указано место составления векселя, он рассматривается как подписанный в месте, обозначенном рядом с наименованием векселедателя.

Действующее законодательство регулирует векселеспособность участников вексельного обращения, определяя, что вексель может быть использован в предпринимательской деятельности для торгово-промышленных целей, т. е. в сделках по поставкам продукции.

Стремление к такому ограничению векселеспособности наблюдалось еще при подготовке Устава о векселях 1902 г. Оно не осуществилось только из-за боязни нарушить действующее вексельное обращение. Правоту подобного взгляда на определение векселеспособности подтверждает и зарубежный опыт. Сегодня за рубежом признано, что финансовые векселя, не связанные с реальными потребностями торгово-промышленного оборота, усложняют проведение банковской системой эффективной денежно-кредитной политики и могут использоваться для сомнительных операций. Поэтому национальные центральные банки не принимают их к переучету, а коммерческие банки - к учету.

В целях упорядочения вексельного обращения и сокращения количества необеспеченных финансовых векселей, наводнивших денежный рынок России, Федеральный закон "О переводном и простом векселе" от 11 марта 1997 г., с одной стороны, расширяет границы векселеспособности (помимо юридических лиц векселями теперь вправе обязываться и граждане России), а с другой стороны, резко сужает возможности финансовых займов посредством выпуска векселей властями разных уровней (Российская Федерация, субъекты Российской Федерации; городские, сельские, поселковые и другие муниципальные образования теперь имеют право обязываться по векселям только в специально предусмотренных случаях).

**В современной российской практике возрастает прежде всего роль векселя как высоколиквидного средства расчетов.** В условиях сужения рынков сбыта товаров и недостатка денежной массы вексель может способствовать ускорению реализации товаров и оборота средств предприятий, уменьшая реальную потребность в деньгах и смягчая проблемы взаимных неплатежей.

Вопросы для повторения:

1. Сформулируйте определение понятия векселя.
2. Каковы основные функции векселя?
3. Каков перечень особенностей функционирования векселя как инструмента денежного рынка?
4. Вспомните вексельную классификацию и обоснуйте, в чем основные отличия простого векселя от переводного, коммерческого от финансового, денежного от «безденежного».
5. Каковы восемь обязательных реквизитов в тексте правильно оформленного векселя?

## Раздел 7. ДЕПОЗИТНЫЕ И СБЕРЕГАТЕЛЬНЫЕ СЕРТИФИКАТЫ

Коммерческие банки с целью привлечения дополнительных денежных ресурсов осуществляют выпуск ценных бумаг, именуемых сертификатами (денежный документ-удостоверение). В зависимости от ориентации на инвестора сертификаты подразделяются на депозитные и сберегательные. **Они (депозитные и сберегательные сертификаты) представляют собой денежные документы, удостоверяющие внесение средств на определенное время, имеющие обычно фиксированную ставку процента.** Внесенные

таким образом в банк средства могут быть изъяты только по предъявлении правильно оформленных сертификатов.

**Разница между депозитным и сберегательным сертификатами заключается только в том, что сберегательные сертификаты выдаются физическими лицами (гражданами), а депозитные – юридическими лицами (организациями).** Депозитные и сберегательные сертификаты могут быть куплены в любое время в течение всего периода их действия, а проценты по ним начисляются с момента их приобретения. **И те и другие, по новому банковскому законодательству, могут быть именными и на предъявителя.**

В мировой практике депозитные сертификаты рассматриваются как управляемые пассивы, которые банк в состоянии привлечь самостоятельно путем предложения более высокой нормы процента. Средства, привлеченные таким образом, являются ликвидными активами банка, которые последний держит в качестве вторичных резервов для непредвиденных платежей.

Процентные ставки по депозитным и сберегательным сертификатам зависят от размера и срока вклада. Средства разрешается изымать из банка и до истечения обусловленного срока, но лишь уплатив штраф за их преждевременное изъятие.

По законодательству РФ депозитные и сберегательные сертификаты коммерческого банка являются ценными бумагами, однако процедура их выпуска и движения совсем иная, чем у акций и облигаций. **Депозитный и сберегательный сертификаты – письменное свидетельство банка-эмитента о вкладе или его правопреемника на получение по истечении установленного срока суммы депозита (вклад) и процентов по нему.**

Одновременно устанавливается, что всякий документ (право требования по которому может уступаться одним лицом другому), служащий обязательством банка по выплате размещенных у него депозитов, должен именоваться депозитным сертификатом, а аналогичный же документ, выступающий как обязательство банка по выплате размещенных у него сберегательных вкладов, – сберегательным сертификатом.

Следует иметь в виду, что сертификаты не могут быть расчетными или платежным документом.

Все сертификаты, выпущенные коммерческими банками, являются срочными, поскольку выпуск этих ценных бумаг до востребования законодательством не допускается.

Срок обращения сертификата определяется с даты его выдачи до даты, когда владелец получает право востребования по этому сертификату. **Предельный срок обращения депозитных сертификатов – один год, сберегательных – три года.** Если срок получения вклада по сертификату просрочен, то сертификат становится документом до востребования и банк обязан оплатить его сумму немедленно, по первому требованию владельца. В связи с этим у банков возникает риск одновременного предъявления к оплате большого количества просроченных сертификатов, что вызывает необходимость держать большие свободные ресурсы. У российских коммерческих банков в настоящее время этот риск невелик, поскольку проценты начисляются в течение срока обращения сертификатов, после истечения которого происходит инфляционное обесценение суммы вклада. Да и вкладчиков, заинтересованных в просрочке своих вкладов, не так уж и много.

Совершая эмиссию сертификатов, коммерческие банки заранее предусматривают возможность досрочного предъявления их к оплате. При досрочной оплате банк их выплачивает владельцу сертификата его сумму и проценты, но по пониженной ставке, установленной банком при выдаче сертификата. Нормативными актами установлено, что независимо от времени покупки сертификатов банк-эмитент по истечении срока их обращения обязан выплачивать владельцам сертификатов проценты, рассчитанные по первоначально установленной ставке. Сертификаты выпускаются в обращение в форме

специальных бланков, которые должны содержать все необходимые реквизиты. Последние устанавливаются специальными подзаконными актами<sup>4</sup>.

Бланки сертификатов изготавливаются полиграфическими предприятиями, которые имеют лицензию Министерства финансов РФ на производство бланков ценных бумаг. Бланки сертификатов являются бланками строгой отчетности, учитываются банками на отдельном внебалансовом счете и хранятся в денежных хранилищах или несгораемых шкафах.

Банк-эмитент, прежде чем выпускать сертификаты, должен утвердить условия их выпуска и обращения в том Главном территориальном управлении Центрального банка РФ или находится корреспондентский счет банка. Условия должны содержать полный порядок выпуска и обращения сертификатов, описание их внешнего вида и макет сертификата. Они представляются в регистрирующий орган в десятидневный срок с даты принятия решения о выпуске сертификатов. Регистрирующий орган в течение двух недель рассматривает представленные банком условия выпуска и обращения сертификатов на предмет их соответствия действующему законодательству и банковским правилам. При отсутствии претензий к условиям выпуска и обращения сертификатов регистрирующий орган выдает банку-эмитенту письмо об утверждении условий выпуска и обращения сертификатов и одну банк может приступать к выпуску и распространению сертификатов.

Распространяются сертификаты банком как непосредственно через свои отделения, так и через брокерские фирмы на условиях комиссии.

В момент продажи сертификатов их владелец должен заполнить бланк сертификата и корешок сертификата. Корешок сертификата после подписи бенефициара или его уполномоченного лица отделяется от сертификата и хранится в банке.

Вместо заполнения корешок сертификатов допустимо вести регистрационный журнал выпущенных сертификатов с теми же реквизитами, что и в корешке. Поправки и помарки при заполнении сертификата недопустимы.

При наступлении срока востребования вклада по сертификату банк осуществляет платеж против предъявленного сертификата и заявления владельца с указанием счета, на который должны быть зачислены средства. Для граждан платеж может производиться как в безналичной форме, так и наличными деньгами. При оплате сертификатов, которые в процессе обращения переуступались другим владельцам, банк дополнительно проверяет непрерывность ряда договоров переуступки права требования, а также соответствие наименования, печати и подписей уполномоченных лиц этими же реквизитами в заявлении на зачисление средств. Депозитные и сберегательные сертификаты пользуются устойчивым спросом у юридических лиц и у граждан. Они используются большинством коммерческих банков для быстрой мобилизации дополнительных ресурсов.

Вопросы к повторению:

1. Сформулируйте определение понятия банковского сертификата.
2. В чем выражается разница между депозитными и сберегательными сертификатами?
3. Могут ли банковские сертификаты быть расчетным и платежным документом?
4. Какой предельный срок обращения депозитных сертификатов? Срок обращения сберегательных сертификатов?
5. Каков порядок регистрации банковских сертификатов?

---

<sup>4</sup> См.: Письмо ЦБ РФ от 10 февраля 1992 г., 14.3.2.

## Раздел 8. НАЛОГООБЛОЖЕНИЕ ОПЕРАЦИЙ С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

Воздействие на рынок ценных бумаг государство оказывает с помощью системы налогообложения, введения системы налоговых льгот и санкций. За последнее время налогообложение операций с ценными бумагами претерпело некоторые изменения.

В соответствии с Законом РФ «О внесении изменений в Закон РСФСР «О налоге на операции с ценными бумагами» от 3 октября 1995 г. плательщикам налога выступают юридические лица – эмитенты ценных бумаг. Объектом налогообложения служит номинальная сумма выпуска ценных бумаг, заявленная эмитентом.

Не относятся к объектам налогообложения:

1. Номинальная сумма выпуска ценных бумаг акционерных обществ (АО), производящих первичную эмиссию ценных бумаг;
2. Номинальная сумма выпуска ценных бумаг АО, увеличивающих уставный капитал на величину переоценок основных фондов, производимых по решению Правительства РФ.

**Налог на операции с ценными бумагами взимается в размере 0,8% номинальной стоимости суммы выпуска.** В случае отказа в регистрации эмиссии налог не возвращается. Налог на операции с ценными бумагами в валюте исчисляется в рублях по курсу Центрального банка РФ на дату регистрации эмиссии. Сумма налога уплачивается плательщиком одновременно с представлением документов на регистрацию эмиссии и перечисляется в федеральный бюджет.

Налог на операции с ценными бумагами уплачивается за счет прибыли, остающейся в распоряжении предприятия.

Рынок ценных бумаг регулируется не только налогом на операции с ценными бумагами, но и законодательством, регламентирующим порядок обложения прибыли предприятия, взимания налога на надбавленную стоимость (НДС), налога на имущество с физических лиц, подоходного налога с физических лиц. Отметим наиболее важные моменты, имеющие отношение к ценным бумагам.

**НДС** облагаются операции по изготовлению и хранению бланков ценных бумаг. Ввозимые на территорию России ценные бумаги освобождаются от обложения налогом на надбавленную стоимость. Кроме того, от НДС освобождаются обороты по операциям, связанным с куплей-продажей, меной и дарением ценных бумаг.

На формирование валовой и налогооблагаемой прибыли, себестоимости реализуемой продукции влияют результаты проведения операций с ценными бумагами. Так, в валовую прибыль предприятия включаются дивиденды по акциям, проценты по облигациям и доходы по другим принадлежащим ему ценным бумагам. Однако при налогообложении сумма этих доходов исключается из налогооблагаемой прибыли, **так как налог у предприятий в размере 15% и у банков в размере 18% должен быть удержан у источника дохода.** При этом следует учитывать, что дивиденды и проценты выплачиваются из чистой прибыли и налогообложение их производится, по сути дела, два, а иногда и три раза: первый раз – по ставке 34% (необходимо помнить, что ставка налога на прибыль может изменяться, впрочем как и другие ставки) налогооблагаемой прибыли, второй раз – по ставке 15% - при перечислении дивиденда владельцу акции, а поскольку эта прибыль может попасть в личный доход, то в третий раз без всякого зачета будет облагаться как доход физического лица. В развитых странах благодаря специальной системе зачетов двойное обложение дивидендов, как правило, не допускается.

Следует обратить внимание еще на одно обстоятельство, связанное с получением доходов от внереализационной деятельности в виде процентов по депозитным сертификатам. В депозитном договоре должно быть предусмотрено обложение этих процентов у

источника дохода по ставке 15%. Если это не оговорено и удержание налога не произведено, то его следует оплачивать по общей ставке.

При налогообложении прибыли инвестиционных институтов, фондов и брокерских контор следует учитывать также, что прибыль от посреднических услуг по реализации ценных бумаг облагается по повышенной ставке – 43%.

Расходы по организации выпуска ценных бумаг, в том числе по составлению проспекта эмиссии, изготовлению или приобретению бланков ценных бумаг, включаются в состав затрат относимых на себестоимость продукции эмитента. Из них исключаются затраты на аудиторские и рекламные услуги: их списание производится в установленном порядке.

В случае если при формировании уставного капитала акции продаются по цене, превышающей их номинальную стоимость, разница между фактической ценой продажи и номинальной стоимостью не включается в состав прибыли (дохода) акционерных обществ (банков), подлежащих налогообложению. Указанная разница рассматривается только в качестве добавочного капитала, и ее нельзя направлять на нужды потребления.

У юридических лиц доходы в виде разницы между ценой покупки и ценой продажи (погашения) долговых обязательств включаются в полной сумме в состав внереализационных доходов, у банков и кредитных учреждений – в состав их прочих доходов. Они подлежат налогообложению в общем порядке.

Налогообложению подлежат доходы, получаемые физическими лицами в виде процентов и дивидендов по акциям и иным ценным бумагам (кроме сберегательных сертификатов). Обложение производится у источника выплаты этих доходов акционерам. Банки и иные предприятия и организации, выплачивающие дивиденды и проценты, обязаны сообщить в соответствующие налоговые органы сведения о таких доходах и удержанных суммах подоходного налога.

Не облагаются налогом только доходы, полученные по государственным бумагам, а не от государственных бумаг. Поэтому не любой доход от государственных бумаг будет освобожден от налогообложения. Доходом по ценной бумаге принято считать доход, предусмотренный условиями ее выпуска.

При налогообложении физических лиц по Закону «О подоходном налоге с физических лиц» в совокупный доход не включаются:

- Выигрыши по облигациям государственных займов бывшего СССР, Российской Федерации, республик в составе Российской Федерации, других республик бывшего СССР и суммы, получаемые в погашении таких облигаций;

- Проценты и выигрыши по государственным казначейским обязательствам, облигациям и другим государственным ценным бумагам бывшего СССР, Российской Федерации и субъектов Федерации, а также облигациям и ценным бумагам, выпущенным органами местного самоуправления.

Существуют различия между плательщиками налога на дивиденды. Состоят они в следующем. Удержание налога в акционеров, не являющихся работниками данного акционерного общества, производится, если размер дохода не превышает 12 млн руб., по ставке 12%

При выплате дивидендов гражданам, неработающим (пенсионерам) и не имеющим других источников дохода, исчисление подоходного налога должно производиться с учетом уменьшения налогооблагаемого дохода (суммы начисленных дивидендов) на установленных законом и действующих в настоящее время размер минимальной оплаты труда.

При исчислении подоходного налога с акционеров – работников общества – размер причитающегося им дивиденда добавляется к сумме дохода, полученного с начала года по основному месту работы, и налог исчисляется по совокупности доходов по соответствующей ставке.

**При выплате дивидендов акционерам – юридическим лицам налог удерживается по ставке 15%, с коммерческих банков – 18%.**

Наконец, есть часть акций принадлежит государству (муниципалитетам), дивиденд перечисляется в соответствующий бюджет, и налог в этом случае не взимается.

При налогообложении имущества предприятий ценные бумаги, находящиеся на балансе предприятия, с 1994г. не включаются в объект налогообложения.

Особое обстоит дело со стоимостью ценных бумаг, полученных гражданином от физических лиц в дар или по наследству. Она не включается в состав совокупного налогооблагаемого дохода и не подлежит обложению подоходным налогом. Эта стоимость будет учитываться лишь при исчислении имущества гражданина, получившего наследство или дарение, и тогда будет облагаться соответствующим налогом на имущество.

Налог с имущества, переходящего в порядке дарения, исчисляется со стоимости ценных бумаг, указанной сторонами, участвующими в сделке, но не ниже оценки, произведенной экспертами.

Налог с граждан взимается при условии выдачи органами, уполномоченными совершать нотариальные действия, свидетельства о праве на наследство или оформления ими договоров дарения.

Кроме того, налог уплачивается только в случае, если общая стоимость переходящего в собственность гражданина имущества на день открытия наследства или оформления договора дарения превышает:

А) при оформлении права наследования 850-кратной действовавший на момент открытия наследства размер минимальной месячной оплаты труда;

Б) при оформлении договоров дарения 80-кратной действовавший на момент совершения сделки дарения размер минимальной месячной оплаты труда.

Имущество, перешедшее в порядке наследования или дарения, может быть продано, подарено, обменено собственником только после уплаты им налога, что должно быть подтверждено соответствующей справкой налогового органа.

Вопросы к повторению:

1. В каком размере взимается налог на операции с ценными бумагами от номинальной суммы выпуска?
2. Какими законодательными актами регулируется налогообложение операций с ценными бумагами?
3. По какой ставке облагается прибыль инвестиционных институтов, фондов и брокерских контор?
4. Подлежат ли налогообложению доходы, получаемые физическими лицами в виде процентов и дивидендов по акциям иным ценным бумагам (кроме сберегательных сертификатов)?
5. Каким образом исчисляется налог с имущества, переходящего в порядке дарения?

## **Раздел 9. ПРОИЗВОДНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ: ФЬЮЧЕРСНЫЙ КОНТРАКТ, СВОБОДНООБРАЩАЮЩИЙСЯ ОПЦИОН**

### **9.1. Общие положения**

Внедрение и распространение на российском фондовом рынке производных финансовых инструментов – срочных контрактов – связаны с решением проблемы оптимального размещения свободных денежных средств и выбором такой инвестиционной стратегии, которая обеспечивала бы не только получение дохода, но и страхование от рисков, связанных с неблагоприятным изменением цен.

**Сделки, предполагающие поставку актива в будущем, когда их исполнение предусматривается через определенный срок по курсу, зафиксированному в момент заключения договора, называются срочными<sup>5</sup>.**

В момент заключения срочного контракта стороны оговаривают все условия соглашения. В основе срочных контрактов лежит понятие отложенной поставки, что позволяет заранее установить цену будущей сделки. Предметом срочного контракта могут выступать разнообразные активы: ценные бумаги (акции, облигации, векселя), банковские депозиты, индексы, валюта, драгоценные металлы, сырьевые товары, сами срочные контракты.

**Срочные сделки подразделяются на:**

- Условные сделки, предоставляющие одному из контрагентов право исполнить или не исполнить заключенный контракт (к ним относятся опционы);
- Твердые сделки, обязательные для исполнения, - это форвардные, фьючерсные сделки.

Форвардные контракты представляют собой внебиржевые срочные сделки о купле-продаже в будущем товара с исполнением в заранее оговоренный срок. Они заключаются для страхования сделки с соответствующим активом от неблагоприятного изменения его цены: при росте цены выигрывает приобретатель контракта, при её снижении – продавец. Форвардный вид контракта, не являясь стандартным, сложен при передачи взятых обязательств третьему лицу, обладает высокой вероятностью неисполнения в случае благоприятной экономической ситуации для одного из контрагентов.

С развитием фондового рынка, усложнением операций с ценными бумагами потребовалась стандартизация совершаемых сделок, и в фондовой торговле стали использоваться производные ценные бумаги. Среди них представляют интерес двусторонние фьючерсные контракты, связанные с будущими поставками товара по заранее определенной цене.

Появление фьючерсных сделок вызвано с необходимостью страхования и защита производителя и покупателя товаров от резких ценовых колебаний. **При фьючерсных сделках два участника принимают противоположные обязательства по купле и продаже товара в указанный срок по фиксированной в момент заключения сделки цене:** одна сторона продает товар по определенной цене в указанный срок, другая – покупает товар по этой цене в тот же срок. **В момент заключения сделки ничего не продается и не покупается:** сделка завершается тем, что обе стороны принимают обязательства купить и продать товар.

Первым, наиболее динамично развивающимся видом фьючерсных контрактов, на который были запущены в России биржевые торги, стал контракт, страхующий ценовые риски при сделках с долларом США, т.е. торговались контракты финансового типа. Длительное время они являлись, если не единственным, то основным видом контрактов на абсолютном большинстве российских бирж. В результате работа с долларом стала своеобразной школой для бирж, позволившей отработать им надежную систему гарантий и наиболее оптимальную организационную структуру. В дальнейшем появились новые контракты, того же типа : на другую валюту, на государственные ценные бумаги, а с сентября 1996 г. фьючерс на акции стал полноценным биржевым инструментом.

Фьючерсные контракты могут заканчиваться поставкой участниками сделки фондовых ценностей, но могут и не предусматривать реальной поставки товара. Во втором случае фьючерсные контракты предусматривают выплату одним из участников сделки другому разницы между контрактной ценой и биржевой на дату исполнения платежа по контракту. Таким образом, на фьючерсном рынке нет необходимости иметь тот товар, который нужно

---

<sup>5</sup> Существуют кассовые сделки, характеризующиеся исполнением в день заключения договора и немедленной поставкой актива.

продать<sup>6</sup>. Термины «продажа», «покупка» фьючерсного контракта условные и лишь предусматривают занятие позиции продавца или позиции покупателя с принятием на себя обязательств: обязательство одного продать в указанный срок по условленной цене и обязательство другого купить товар в этот срок по такой же цене.

Сделки можно совершать в такой последовательности: сначала купить, а затем продать или продать, а потом купить. Это *одна из специфических черт фьючерсов, заключающаяся в том, что фьючерсные контракты могут продаваться независимо от того, существуют ли в момент заключения контракта фондовые ценности или не существуют*. Для каждого участника фьючерсной торговли *разница в ценах его сделки на покупку и его сделки на продажу (умноженная на объем контракта) и образует сумму прибыли (убытка)*. Продав контракт до наступления срока его исполнения по цене, превышающей цену покупки контракта, клиент получает прибыль.

Для введения операций с фьючерсными контрактами инвесторы вносят в качестве залога сумму средств, составляющую часть стоимости всего товара, поставляемого по контракту (обычно от 8-15%) эти средства – финансовое гарантийное обеспечение обязательств, принимаемых контрагентами, заключающими фьючерсный контракт.

Расчеты по фьючерсным контрактам осуществляются через расчетную (клиринговую) палату биржи, куда поступают суммы, гарантирующие выполнение обязательств каждым участником. Палата становится посредником в сделке, беря на себя все обязательства продавцов и покупателей: для покупателей она становится продавцом, а для продавцов выполняет роль покупателя. Так, при отказе продавца от поставки или покупателя от оплаты клиринговая организация обеспечивает выполнение контракта другой стороне. Делается это за счет приобретения или продаж на бирже такого же фьючерсного контракта, а все дополнительные издержки покрываются из гарантийной суммы стороны, нарушившей контракт. По окончании каждого торгового дня контрагенты либо несут потери, либо получают выигрыш.

Следовательно, с одной стороны, каждый участник фьючерсной сделки подкрепляет свои обязательства по заключенным фьючерсным сделкам финансовыми гарантиями; с другой стороны, расчетная (клиринговая) палата гарантирует каждому участнику выполнение соответствующих обязательств по фьючерсному контракту. Поэтому фьючерсные контракты высоколиквидны и обращаются на вторичном рынке, имея одинаковые условия для инвесторов.

**Следующий вид производных ценных бумаг - опцион, предоставляющий право выбора купить или продать определенное количество товара по зафиксированной цене в оговоренный срок или раньше.** В биржевом опционе стандартизированы количество базового актива (им может быть валюта, ценные бумаги, товары, фьючерсные контракты и т.д.), его качество; указаны период обращения, срок прекращения действия, условия поставки-приемки и т.д.

В соответствии с опционным соглашением один из его участников выписывает и продает опцион (продавец опциона)<sup>7</sup>, т.е. занимает «короткую позицию» по контракту. Другой участник покупает опцион и получает право купить (продать) по фиксированной цене определенное количество товара (у лица, выписавшего опцион), т.е. у данного контрагента открыта «длинная позиция». В результате опционных сделок не происходит непосредственно процесс купли-продажи, на пример, ценных бумаг, приобретаются не ценные бумаги, а право на их приобретение.

Лицо, получившее право на покупку (продажу) опциона, называется «покупатель контракта». Владелец опциона имеет право выбора покупки (продажи) актива или же в течение определенного срока может отказаться от совершения соответствующих операций.

<sup>6</sup> В мировой практике только 2-5% фьючерсных контрактов заканчиваются реальной поставкой товара.

<sup>7</sup> Часто продавца опциона называют надписантом опциона.

Он не несет по опциону никаких обязательств, кроме уплаты продавцу (либо лицу, выписавшему опцион) цены опциона, называемой «премией». Следовательно, право требовать исполнения контракта возникает через уплату премии. ***Премия, которую продавец хотел получить, а покупатель опциона готов заплатить, и является предметом торга.***

В процессе торга определяется стоимость опциона, устраивающая контрагентов и уравнивающая их шансы на получение прибыли. Вместе с тем цена опциона может изменяться. Зависит это от колебаний курсов основных ценных бумаг на фондовом рынке (если в основу биржевого опциона положены ценные бумаги), от соотношения спроса и предложения на опционном рынке, от специфики функционирования приобретаемого опциона и срока его действия. Величина премии изменяется также и от продолжительности периода, который остается до момента исполнения опциона: покупатель опциона платит большую сумму за контракт, до исполнения которого должно пройти больше времени.

Надписант опциона выполняет условия контракта в том случае, если держатель опциона (после заключения сделки и уплаты премии) пожелает реализовать опцион. Премия же не возвращается покупателю, даже если он решил не воспользоваться полученными опционным контрактом, т.е. приобретенным правом непременно купить (продать) соответствующие ценные бумаги.

Каждый продавец опциона, в свою очередь, подкрепляет принятые на себя обязательства: он предоставляет определенный залог, гарантирующий выполнение контракта.

В настоящее время опционные контракты могут заключаться относительно любого стандартного количества товара, а не только относительно акций, обращающихся на фондовом рынке, как это было первоначально. Вместе с тем для инвесторов привлекательны биржевые опционы на фьючерсные контракты, что позволяет использовать разнообразные варианты стратегии и получения дохода.

**Существуют два вида опционов: опцион на покупку (call) и опцион на продажу (put).**

***Торговля опционами – это совершение сделки, когда производится продажа-покупка права покупки по call-опциону или права продажи по put-опциона базового актива, лежащего в основе опциона.***

Существуют две разновидности опционных контрактов (опцион покупателя и опцион продавца) и два вида связанных с ними операций (покупка и продажа). Соответственно насчитываются четыре основные позиции, которые контрагент может занять при заключении опционного соглашения: покупка call-опциона, покупка put-опциона, продажа call-опциона, продажа put-опциона.

**Опцион на покупку** означает, что держатель опциона приобретает право купить ценные бумаги, на которые выписан контракт, по установленной цене исполнения (цены-страйк) в любой момент до истечения срока его действия. Другая сторона, участвующая в соглашении, - надписант опциона – обязуется продать эти ценные бумаги покупателю, если держатель опциона того требует. Надписант обязан продать актив, лежащий в основе опциона, если потребует держатель опциона. ***Позиция держателя опциона заключается в том, что он имеет выбор (но не обязательства) воспользоваться или не воспользоваться правом требовать исполнением опциона.***

Покупка опциона держателем может быть осуществлена при уплате продавцом оговоренной суммы премии. Этой суммой и будут ограничены те потери, которые может понести держатель опциона за покупку в случае нереализации опциона в срок.

Надписант опциона, рассчитывая на понижение курса тех ценных бумаг, на которые выдан опцион, заранее получает цену опциона, но так же подвергается риску финансовых потерь.

***Покупка call-опциона гарантирует инвестору защиту от роста цен на актив высшей цены, указанной в опционном контракте.***

Приобретая опцион на покупку, держатель опциона рассчитывает на рост курса ценных бумаг (по сравнению с курсом, зафиксированным в контракте). В этом случае реализация опциона предоставит его держателю прибыль в виде произведения курсовой разницы ценных бумаг на их количество (указанное в опционном договоре) за минусом суммы премии, перечисляемой подписанту опциона.

***Опционы, как и другие ценные бумаги, обращаются на первичном и вторичном рынках.***

На первичном рынке опционов осуществляется выписка этих ценных бумаг. Причем функционирование первичного рынка опционов находится в прямой зависимости от котировок основных ценных бумаг на вторичном рынке.

Опционы, являясь обратимыми ценными бумагами, могут быть проданы их владельцами третьему лицу. В результате возникает вторичный рынок опционов, где они обращаются как на бирже, так и на внебиржевом рынке, выступая активным объектом торговли и неоднократно меняя владельцев. При этом цена опциона при перепродаже снижается (при прочих равных условиях) по мере приближения даты истечения опционного контракта.

В основе опционов, допущенных к биржевой торговле, - специально отобранные руководством биржи те ценные бумаги, продажа которых стала объектом опционного права. Во внимание принимаются: выполнение акционерным обществом финансовых обязательств, в том числе регулярность выплаты дивидендов по акциям; число акционеров общества; время обращения акций данного общества на фондовой бирже. Опционы, обращающиеся на бирже, называются «котируемыми опционами».

Внебиржевой рынок опционов более гибок – он позволяет включать в опционный контракт дополнительные условия для урегулирования интересов сторон, участвующих в купле - продаже опциона, что полностью исключено при биржевой торговле этими ценными бумагами.

Стороны опционного контракта преследуют цель ограничить риск и получить выгоду при изменении на рынке курса на ценные бумаги в период действия заключенного контракта.

Следует заметить, что цена реализации опциона ещё более неустойчива по сравнению с курсом ценных бумаг, лежащих в основе опциона: изменение цен на опционы полностью соответствует ситуации на наличном рынке ценных бумаг. Даже незначительные изменения стоимости ценных бумаг приводит к многократному увеличению (сокращению) цен опционы. Если курс ценных бумаг снижается, то на вторичном рынке резко падает и цена опциона. Поэтому продать такой опцион сложно, а если времени до истечения его срока практически не остается то он реализуется за бесценок.

Держателю опциона нужно следить за тенденцией изменения курса ценных бумаг и своевременно осуществлять необходимые сделки. Сделки с опционами совершаются на бирже таким образом, чтобы брокер мог наблюдать не только за операциями с опционами, но и за ценами на ценные бумаги, являющиеся объектом опционного права. Другими словами, торговля с опционами и ценными бумагами, лежащими в основе опционов, имеет общее торговое пространство.

Сделки с опционами осуществляются, как отмечалось, с целью получения прибыли на разнице в курсах тех ценных бумаг, на которые опционы выписаны, либо для страхования от возможного падения цены на эти бумаги при совершении сделок. ***Такое страхование средствами фондового рынка от неблагоприятных изменений цен на ценные бумаги называется хеджированием.***

*Различают также стеллажные операции*, когда происходит одновременное приобретение (или выписывание) опционов на покупку и на продажу одних и тех же ценных бумаг, у которых одна и та же дата истечения, а также одинаковая цена реализации.

Совершая стеллажные операции, инвестор заинтересован в существенном изменении курса ценных бумаг, незначительные же отклонения от опционной премии принесут ему потери. В операциях по одновременному выписыванию опционов на покупку и продажу прибыль инвестора, выписывающего эти ценные бумаги и рассчитывающего на незначительные изменения курса ценных бумаг, будет равна сумме двух премий от продажи опционов. Реализация выписанных инвестором опционов будет означать для него потерю.

На фондовых рынках происходит постепенное стирание граней между фьючерсами и опционами. Это касается и объектов заключения сделок ( в частности тех базовых активов, под которые эти контракты выписываются, а также их конечного назначения - **получения прибыли путём спекуляции на разнице в ценах этих активов и для хеджирования**).

**Цель хеджеров при совершении операций с фьючерсами** – приобретение их для уменьшения риска, связанного с колебаниями цены на товар. Особенно привлекательным инструментом для хеджирования служат опционы, которые характеризуются ограниченным риском потерь, а получение прибыли при этом может быть достаточно значительным. **Спекулянты покупают фьючерсы с целью их последующей перепродажи**; сам предмет контракта спекулянта не интересует.

Хеджеры и спекулянты, на которых разделяются участники фондового рынка, оперирующие с фьючерсными контрактами, заинтересованы в приобретении фьючерсов по низким ценам и их последующей реализации по высоким. Следовательно, заключение сделки, как правило, имеет своей целью не реальную поставку товара, а хеджирование позиций контрагентов или игру на разнице цен. В данном случае заключение фьючерсного контракта не предусматривает акта покупки и продажи товара.

**Другой вид производной ценной бумаги - варрант**. Эта ценная бумага появляется вместе с выпуском основных ценных бумаг (корпоративных, привилегированных акций, облигаций) для привлечения интереса к покупке указанных фондовых ценностей. Связано это с тем, что **варрант предоставляет его владельцу право приобрести ценные бумаги по заранее установленной цене в течение определённого времени**. Владелец варранта – и есть его покупатель. Лицо же, осуществляющее эмиссию этих производных ценных бумаг и принимающее соответствующие обязательства по отношению к покупателю варранта, есть продавец варранта.

**Цена, по которой приобретаются ценные бумаги по варранту, называется ценой исполнения варранта**. Иногда варранты предлагаются вместе с самой ценной бумагой, и их стоимость рассматривается в единстве. Стоимость этих ценных бумаг «разделяется», когда варранты, отделяясь, функционируют самостоятельно, приобретая свой курс на рынке ценных бумаг. При этом стоимость ценной бумаги становится меньше на цену варранта.

Обращение на фондовом рынке производных ценных бумаг, представленных в первую очередь опционами, варрантами, фьючерсными контрактами, делает его более предсказуемым, а значит, и оживлённым. Здесь значение имеет та система гарантий, которая подкрепляет обязательства участников торговли и позволяет обеспечить надёжность сделки, а в итоге застраховаться от перепадов курсов, снизить потери и увеличить собственные капиталы.

## **9.2. Фьючерсы и опционы как инструменты срочного рынка**

Некоторые виды производственных бумаг (фьючерсы и опционы), широко распространенных на фондовой бирже, сначала использовались в качестве инструментов, оборот которых обслуживался срочными товарными биржами. Срочные биржевые операции прежде всего были связаны с оптовой заочной торговлей реальным товаром. В настоящее

время предметом торговли с помощью фьючерсов и опционов стали ценные бумаги, индексы, долговые обязательства и валюта. Процесс формализации торговли привел к появлению типовых соглашений, стандартизованных по качеству, количеству, срокам и местам поставки биржевых ценностей, получивших название срочных контрактов. Одновременно была введена система гарантийных взносов (вкладов в фонд биржи или платы представителю биржи) на случай не выполнения условий контрактов сторонами.

**Срочный рынок – рынок срочных контрактов, т.е. соглашений контрагентов о будущей поставке реального товара или финансового инструмента, который в данном случае является базовыми активами.** Инфраструктура срочного рынка представлена биржами, внебиржевыми электронными системами, брокерскими и дилерскими компаниями. **По видам используемых инструментов срочный рынок подразделяется на форвардный, фьючерсный, опционный и рынок свопов.** Рассмотрим особенности использования фьючерсных контрактов и опционов.

**В основе фьючерсного контракта** лежат обязательства по поставке или покупке реального товара, однако высокая степень стандартизации контрактов позволяет продавцам и покупателям переключать эти обязательства друг на друга в ходе торговли фьючерсными контрактами, т.е. правами на товар. В большинстве случаев фьючерсные сделки завершаются досрочным зачетом обязательств путем совершения обратной сделки на равную сумму. Это ведет к тому, что под влиянием меняющейся конъюнктуры фьючерсные контракты постоянно покупаются и продаются, а их биржевой оборот значительно превышает оборот реальных товаров (или объемы торговли теми инструментами, котировка которых также была предметом фьючерсных сделок).

Таким образом, **фьючерсный контракт стандартный, юридически обязательный биржевой договор, отражающий требования продавцов покупателей к количеству, качеству, срокам и месту поставки товара.** Как уже отмечалось, стандартизация фьючерсных контрактов очень высока. Помимо перечисленных параметров каждый контракт должен включать часы торгов на него, минимально и максимально допустимые колебания цены, последний день торгов, первый день поставки.

Заключение фьючерсного контракта сопровождается внесением маржевого обеспечения. **Величина гарантийного взноса (маржи) зависит от степени риска, определяемой устойчивостью рынка и целью заключения сделки — по спекулятивным позициям маржа выше, чем по позициям хеджирования.**

**Фьючерсный рынок** отличается высокой ликвидностью. При этом динамика его цен существенно влияет на движение цен на спотовых рынках, хотя связь между ними существует только косвенная.

Особенности фьючерсной торговли определяют специфическую экономическую роль срочного рынка. Его существование дает возможность тем, кто стремится застраховать себя от риска колебания цен, переключать этот риск на тех, кто согласен его принять.

Операции, в ходе которых происходит перераспределение ценового риска на фьючерсных рынках, могут иметь целью нейтрализацию риска по наличной сделке, т.е. страхование или хеджирование.

**Хеджирование** представляет собой метод защиты институциональных частных инвесторов от нежелательных колебаний цен в условиях быстроизменяющейся рыночной конъюнктуры. Путем хеджирования негативное влияние колебаний цен снижается.

Операции могут быть также спекулятивными, осуществляемыми ради получения прибыли в случае правильного прогнозирования движения цен.

**Спекуляция** определяется как метод получения прибыли без учета необходимости минимизации риска. В условиях срочной биржевой торговли он базируется на разнице в ценах на фьючерсные контракты в зависимости от вида товара, времени исполнения контракта и рынка, котором контракт продается или покупается.

Функционирование фьючерсных рынков опосредует совокупный спрос и совокупное предложение соответствующих контрактов, т.е. товаров и инструментов, лежащих в основе этих контрактов. Поскольку объемы срочных контрактов значительны, а ценообразование на биржах способствует почти моментальному учету всех факторов, влияющих на конъюнктуру, срочные цены считаются максимально обоснованными отражающими реальное положение дел. Они широко используются в процессе ценообразования на внутренних и мировых рынках всех видов биржевых товаров. Именно фьючерсные биржи представляют ежедневную информацию об этих ценах в системы рыночной отчетности и газеты. Таким образом, биржевые фьючерсные рынки создают условия для хеджирования и спекуляции, выполняют ценообразующую функцию.

**Основным инструментом как хеджирования, так и спекуляции на срочной бирже выступают фьючерсный контракт и опцион на фьючерсный контракт.** Сочетание различных видов этих инструментов в сложных по конструкции сделках но их купле-продаже определяет (но не исчерпывает) многообразие приемов хеджирования.

**Использование фьючерсных контрактов не всегда позволяет свести ценовой риск к приемлемым пределам. Этот риск можно уменьшить с помощью опционов на фьючерсные контракты.** Опционный контракт можно рассматривать как договор, дающий право купить или продать некоторое число фьючерсных контрактов по установленной в момент заключения сделки цене в течение определенного времени. Это право оплачивается премией. Покупатель опциона не обязан непременно реализовать свое право купить или продать какой-либо фьючерсный контракт. Он реализует опцион на покупку контракта (купит соответствующий контракт), если цена контракта будет повышаться, в связи с чем приобретение контракта по более низкой (установленной в ходе покупки опциона) цене и продажа по более высокой текущей цене принесут ему прибыль.

Приобретая контракт, участник сделки открывает **длинную позицию**. Продавая контракт, он открывает (занимает) **короткую позицию**. **Открытие позиции представляет собой возникновение совокупности прав и обязанностей, определяемых условиями обращения срочного инструмента. Закрытие позиции — прекращение прав и обязанностей по открытой позиции.**

Хеджер (спекулянт) может купить или продать опцион на покупку базового актива, носящий название call-опцион. Опцион на продажу называется put-опцион. Опционы покупаются или продаются в зависимости от прогноза динамики цен базового актива, лежащего в основе сделки. Продавая опцион, торговец его погашает (ликвидирует).

**Цена реализации опциона — цена, по которой можно купить (при наличии call-опциона) или продать (при наличии put-опциона) конкретный фьючерсный контракт. Разница между ценой реализации опциона на фьючерсный контракт и рыночным курсом этого фьючерсного контракта называется внутренней стоимостью опциона. Если рыночный курс выше цены реализации call-опциона и ниже цены реализации put-опциона, эти опционы имеют внутреннюю стоимость и являются прибыльными.**

**Внешняя стоимость опциона** - разница между внутренней стоимостью опциона и ценой, которую покупатель готов уплатить за опцион в ожидании повышения курса соответствующего фьючерсного контракта. Она является временной стоимостью и уменьшается по мере истечения срока опциона.

В ходе торговли срочными инструментами на бирже используются сложные опционные сделки. К ним относятся сделки типа спрэд, арбитраж, отрэддл и стрэнгл.

**Спрэд — одновременная покупка и продажа фьючерсных контрактов на один и тот же товар (финансовый инструмент) с разными сроками поставки.** К спрэду относится также одновременная покупка и продажа фьючерсных контрактов на разные, но родственные товары. Для того, кто осуществляет сделку типа спрэд, более всего важна

разница между курсами соответствующих контрактов, а не общая тенденция изменения цен на рынке.

Предметом спрэда может быть любая пара товаров (финансовых инструментов), имеющих сходные характеристики. Ими могут быть, например, товары, конкурирующие на потребительском рынке. При возрастании цены на один из этих товаров более активно покупается другой товар и можно делать ставку на повышение цен на него. Товары, подверженные воздействию стихийных явлений, и товары, полученные в процессе переработки других товаров, часто служат предметом спрэда, поскольку появляется возможность делать ставку на рост или падение цен на них на основе анализа ситуации: засуха может привести к падению урожайности и росту цен на зерно, подорожание нефти ведет к росту цен на бензин и т.д. Разница в ценах на один и тот же товар с разным временем поставки также создает условия для использования спрэда.

Торговцы, ведущие спрэд, занимают определенные позиции, считая текущее соотношение двух цен ненормальным и надеясь получить прибыль при установлении нормального соотношения. Поводом для заключения сделок типа спрэд может быть ожидание того, что какое-либо событие изменит существующее равновесие цен, позволив участникам сделки заработать.

***Наиболее простой формой спрэда является арбитраж. Это межрыночный спрэд, т.е. одновременная покупка и продажа сходных или одних и тех же товаров на разных рынках с целью извлечения прибыли из курсовой разницы.***

***К сложным опционным сделкам относится стрэддл. Это двойной опцион, при котором торговец одновременно покупает или продает put-опцион и call-опцион с одинаковой ценой реализации. Одновременная покупка call-опциона и put-опциона с одной ценой реализации представляет собой длинный стрэддл, продажа по аналогичной схеме — короткий стрэддл.***

Длинный стрэддл реализуется в целях использования нестабильности рынка; короткий — в качестве стратегии на рынке, где частота изменений цены на предмет срочной торговли стабильна или уменьшается.

***Стрэнгл — с разными ценами реализации. двойной опцион, при котором торговец в одно и то же время осуществляет куплю или продажу call-опциона и put-опциона***

В силу того, что взаимосвязь динамики цен на оптовом и фьючерсном рынках обуславливает примерно одинаковое повышение и понижение курсов по сделкам с реальным товаром и по фьючерсным сделкам, участники сделок могут уменьшить свой риск на спотовом рынке, предприняв определенные действия на фьючерсном рынке, осуществляя тем самым хеджирование.

Чем больше амплитуда колебаний цен на товары (финансовые инструменты), торговля которыми лежит в основе обращения срочных инструментов, тем более обоснована необходимость страхования от этих колебаний путем обращения к фьючерсным контрактам и опционам с целью предотвращения неблагоприятного исхода операций. На фьючерсном рынке производитель имеет возможность продать контракт на свою продукцию по цене, покрывающей издержки производства, так как, заключая срочную сделку, он получит определяемую ее условиями продажную цену независимо от состояния рынка реального товара. Если цены на этом рынке упали и он недополучил прибыль от продажи своей продукции, за счет реализации контракта он может компенсировать убытки, а иногда — получить дополнительную прибыль.

Таким образом, процесс хеджирования предполагает продажу фьючерсного контракта на товар, который хеджер собирается продавать на спотовом рынке со сроком поставки, совпадающим со временем продажи реального товара. Собираясь покупать товар, хеджер приобретает фьючерсный контракт с тем же сроком поставки, что и время предполагаемой покупки товара. В любом случае при наступлении срока совершения операции с реальным

товаром возможные колебания цен на него будут компенсированы закрытием позиции на срочном рынке.

Спекуляция не усиливает риск для производителей и потребителей товаров. Принимая риск на себя, вкладывая в торговлю срочными инструментами значительные капиталы, спекулянты обеспечивают увеличение ликвидности рынка, способствуя таким образом выполнению фьючерсными рынками их важнейшей функции страхования от риска. Спекуляцией на срочных рынках занимаются профессиональные торговцы, осуществляющие операции за свой счет или за счет клиентов. Последние, давая поручения брокерским фирмам, также оказываются участниками спекулятивных операций.

Потенциальная прибыль спекулянта пропорциональна его умению предугадать движение цен, которое всегда находится в центре его внимания. В связи с этим он вынужден постоянно искать и анализировать информацию о факторах, определяющих спрос и предложение и влияющих на цены. Продавая и покупая контракты, спекулянты способствуют распространению этой информации.

***Спекуляция (как и хеджирование) может осуществляться на основе различных методов анализа рыночной конъюнктуры. Это может быть фундаментальный анализ рынка, т.е. метод прогноза цен по информации о спросе и предложении. Прикладной анализ базируется на данных о динамике цен, об объеме купли-продажи по срочным контрактам; процентных ставках за последнее время и предыдущие годы. Может быть применен технический анализ, опирающийся на предположение, что изменение цен происходит по устойчивым временным стадиям.***

Спекулянты делятся на ***длинных*** и ***коротких*** в зависимости от того, какую (длинную или короткую) позицию они занимают в ходе торговли. В практике активно функционирующих срочных рынков спекулянты делятся на ***крупных*** и ***мелких*** в зависимости от объема их обязательств по истекшим фьючерсным контрактам и опционам. При достижении определенного размера занимаемой позиции торговцы, переходящие в разряд крупных спекулянтов, должны сообщать об объеме своих операций в органы (комиссии), регулирующие деятельность конкретного рынка (биржи).

Существуют различия в осуществлении спекулятивной торговли. Торги могут быть позиционными, когда спекулянт после покупки или продажа по контракту удерживает свою позицию в течение ряда дней, недель или месяцев. Такой метод используется как профессионалами, так и непрофессионалами. Члены срочных бирж чаще всего удерживают свои позиции только в течение одного дня торгов, лишь в исключительных случаях перенося их на следующий день. Мелкие спекулянты, или скалперы (чаще всего профессионалы, торгующие за свой счет), покупают и продают контракты (несколько раз в день) при малейших колебаниях цен. Их убытки и прибыли невелики, но объем сделок значителен. Важную роль играют спекулянты, использующие разницу цен между контрактами, отличающимися по каким-либо параметрам: разные месяцы поставки одного товара, разные цены на один товар на разных биржах и др. Это спрэдеры. Их действия способствуют тому, что цены начинают отражать реальную стоимость товаров.

***Поскольку спекулянта, играющего на повышении цен, называют «быком», а на понижение — «медведем», рынок, на котором цены фьючерсных контрактов растут, называется «бычьим», а тот, на котором цены падают, — «медвежьим».*** На любом из рынков стратегия хеджера или спекулянта, основываясь на выводах анализа конъюнктуры, реализуется путем конструирования сделок с фьючерсными контрактами и опционами на них.

Вопросы для повторения:

1. Какие сделки называются срочными?
2. Сформулируйте определение понятий фьючерсный контракт и опцион. В чем их отличие?

3. Как производятся расчеты по фьючерсным контрактам?
4. Какие существуют виды опционов?
5. Что такое стеллажные операции?
6. Сформулируйте определение понятия варранта.

## **Раздел 10. ПЕРВИЧНЫЙ И ВТОРИЧНЫЙ РЫНКИ ЦЕННЫХ БУМАГ**

### **10.1. Первичный рынок ценных бумаг**

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

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

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

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

## Распределение активов финансового рынка США ( в %)

	1975 г.	1992 г.
Коммерческие банки	37,4	26,8
Ссудосберегательные ассоциации	18,8	10,5
Страховые компании	17,6	16,6
Пенсионные фонды	13,9	21,1
Взаимные фонды	2,0	11,4
Прочие	10,3	13,6

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

Хотя основой рынка ценных бумаг служит первичный рынок и именно он определяет его совокупные масштабы и темпы развития, его объем в развитых капиталистических странах в настоящее время относительно невелик. Выпуск акций с целью финансирования инвестиций в производственную деятельность связан исключительно с учреждением новых компаний и реорганизацией частных компаний в отраслях «высокой технологии», использующих рисковый или венчурный капитал. При этом источником венчурного капитала являются крупные институциональные и индивидуальные инвесторы, которые, имея крупные активы, могут позволить себе «рисковать». Для большинства мелких фирм, тысячами возникающих в традиционных отраслях экономики, реальной возможности достичь размеров, позволяющих выпускать акции, не существует.

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

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

В некоторых странах соотношение между собственным и заемным капиталом устанавливается законом. Однако, независимо от наличия закона, в каждой стране имеется четкое представление о предельных размерах заемных средств. Переход за эту грань сопряжен со значительным риском для компании в целом и ее акционеров. В этой ситуации корпорация регулирует структуру своего капитала путем эмиссии новых акций, замещая ими свои долговые обязательства.

Таким образом, эмиссия новых акций на современном этапе развития рынка ценных бумаг в развитых странах очень незначительна и не всегда связана с мобилизацией свободных денежных ресурсов для финансирования экономики. Это означает, что в развитых странах происходит не только уменьшение масштабов первичного рынка ценных бумаг, но параллельно идет снижение его роли регулятора инвестиций и экономики в целом.

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

### *рынка ценных бумаг.*

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

Размещение ценных бумаг на первичном рынке осуществляется в двух формах:

- 1) путем прямого обращения к инвесторам;
- 2) через посредников.

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

В соответствии с эмиссионным соглашением инвестиционный банк размещает ценные бумаги либо в качестве покупателя, либо в качестве агента. Обычно он закупает весь выпуск, т. е. принимает на себя финансовую ответственность за весь выпуск (*андеррайтинг*). Реже инвестиционные банки действуют в качестве агента. При этом их роль либо может ограничиваться комиссионными функциями, либо они берут на себя обязанности гаранта размещения выпуска и в случае невозможности реализации бумаг в пределах установленного срока должны приобрести их за свой счет.

Независимо от функций инвестиционного банка по эмиссионному соглашению его обязательным условием является «оговорка о выходе с рынка». Она позволяет аннулировать соглашение в случае крайне неблагоприятного развития событий на рынке (по не зависящим от сторон причинам).

Если новый выпуск бумаг эмитента оказывается слишком большим для инвестиционного банка, он обращается к другим инвестиционным банкам с целью сформировать «эмиссионный синдикат» и объединить усилия по размещению выпуска. Эмиссионные синдикаты, могут действовать по принципу «раздельного счета», в соответствии с которым все участники синдиката несут ответственность в пределах своего участия в синдикате и выделенной им доли выпуска и по принципу «нераздельного счета», означающему, что участники синдиката несут коллективную, совместную ответственность за размещение всего выпуска, пропорционально размеру своего участия в синдикате. Наиболее распространен принцип «раздельного счета».

Для реализации нового выпуска «эмиссионный синдикат» может сформировать специальную «группу по продаже», состоящую из кредитных учреждений, которые в соответствии со своим статусом могут вести операции купли-продажи ценных бумаг. Члены такой группы не принимают на себя никакой финансовой ответственности, но берут обязательство продать определенную долю выпуска, получая комиссионные или маржу.

Независимо от формы размещения ценных бумаг — путем прямого обращения к инвесторам или через посредника — **подготовка нового выпуска всегда включает ряд этапов.**

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

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

III. Этап предэмиссионного совещания, на котором выверяется заявление о

регистрации и определяется окончательный проспект эмиссии. Если выпуск размещается через посредников, обсуждаются окончательные условия контракта между эмитентом и банком.

IV. Период непосредственной реализации новых выпусков.

Основы формирования и развития первичного рынка ценных бумаг в России закладывались в ходе приватизации (акционирования) государственных и муниципальных предприятий, создания новых коммерческих структур. Первичный рынок включает конструирование эмитентом нового выпуска ценных бумаг и его размещение среди инвесторов. Акции и другие ценные бумаги акционерное общество может размещать посредством открытой и закрытой подписки. При этом закрытое общество может использовать только способ закрытой подписки, а открытое акционерное общество самостоятельно определяет способ размещения своих акций либо в уставе, либо решением общего собрания и, как правило, применяет открытую подписку на свои акции.

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

*В соответствии с Законами «Об акционерных обществах» (от 24 ноября 1995 г.) и «О рынке ценных бумаг» (от 22 апреля 1996 г.) эмитенты, профессиональные участники рынка ценных бумаг, производящие по соглашению с эмитентом продажу ценных бумаг их первым владельцам, обязаны обеспечить каждому покупателю возможность ознакомления с условиями продажи и проспектом эмиссии до момента покупки этих бумаг и опубликовать уведомление о порядке раскрытия информации в периодической печати.*

**Проспект эмиссии** содержит данные о самом эмитенте, его финансовом положении, предполагаемых к продаже ценных бумагах, общем объеме выпуска, количестве ценных бумаг в выпуске, процедуре и порядке их выпуска и другую информацию, которая может повлиять на решение о покупке ценных бумаг или об отказе от такой покупки.

Эмитент и профессионалы рынка обязаны обеспечить первым владельцам акций равные ценовые условия для приобретения акций.

Реализация акций должна осуществляться по рыночной стоимости, но не ниже их номинальной стоимости. Только учредителям акционерного общества при его учреждении разрешается оплата акций по номиналу. Вместе с тем российский закон предоставляет работникам государственных и муниципальных предприятий, преобразованных на основе приватизации в акционерные общества, право покупать акции своего предприятия со скидкой 30% номинальной стоимости. При этом максимальный размер пакета акций, предоставляемого каждому члену трудового коллектива на льготных условиях, устанавливается в Государственной программе приватизации. Акции, приобретаемые на льготных условиях, оплачиваются в рассрочку, которая предоставляется на три года с момента регистрации акционерного общества.

В целях защиты интересов инвесторов выборочно проверяются представляемые в проспектах эмиссий сведения. В случаях, когда эмитенты указывают в проспектах эмиссии недостоверные или неполные сведения, а также нарушают в процессе выпуска требования действующего законодательства, выпуски ценных бумаг объявляются несостоявшимися и эмитентам отказывается в их регистрации.

После того, как акционерное общество представило все документы, необходимые для регистрации выпуска ценных бумаг и проспекта эмиссии, в соответствующий

регистрирующий орган, эмитент приступает к подписке на акции. В практике нашей страны в качестве подписки используются подписные листы, где содержится информация о покупателе и определено количество приобретаемых им акций. Подписные листы остаются у эмитента для определения степени заинтересованности инвесторов в приобретении его ценных бумаг. Отрывные талоны (купоны) подписных листов передаются подписчикам и после регистрации выпуска и полной оплаты купона обмениваются на акции.

***Первичная эмиссия ценных бумаг на российском рынке может осуществляться эмитентами либо самостоятельно, либо при помощи фирмы-посредника, которая является профессионалом рынка ценных бумаг.***

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

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

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

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

## **10.2. Вторичный рынок: внебиржевой и биржевой**

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

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

***Вторичный рынок обязательно несет элемент спекуляции.*** Поскольку цель деятельности на нем — доход в виде курсовой разницы, а курсовая стоимость формируется под воздействием спроса и предложения, постольку существует множество способов

воздействия на курс ценных бумаг в желаемом направлении. В результате на вторичном рынке происходит постоянное перераспределение собственности, которое всегда имеет одно направление — от мелких собственников к крупным.

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

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

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

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

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

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

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

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

**Существуют две основные организационные разновидности вторичных рынков ценных бумаг: организованный — биржевой и неорганизованный — внебиржевой. В**

свою очередь и тот и другой принимают разнообразные формы организации.

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

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

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

**Лицензирование тех, кто торгует ценными бумагами или консультирует инвесторов, необходимо для их деятельности.** В ходе лицензирования, во-первых, выясняется профессиональная пригодность фирмы и ее сотрудников; во-вторых, ее финансовое положение, достаточность собственных средств, устанавливаются нормативные показатели, ограничивающие рынки по операциям с ценными бумагами. Законом устанавливаются также условия ограничения профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, во многом базирующиеся на недопущении ее монополизации. При искажении текущей отчетности, нарушении правил ведения операций с ценными бумагами соответствующая лицензия может быть изъята и инвестиционная деятельность фирмы приостановлена.

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

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

Однако это не означает, что торговля ценными бумагами во внебиржевом обороте носит стихийный характер. Внебиржевой оборот имеет свою организационную систему. В США основой внебиржевого оборота является НАСДАК, созданная национальной ассоциацией фондовых лидеров и представляющая коммуникационную систему, позволяющую пропускать по своим каналам сделки с миллиардами акций. Членство в НАСДАК требует обязательной регистрации компаниями своих ценных бумаг согласно

действующему законодательству и их соответствия определенным требованиям по сумме активов, прибыли, количеству акционеров, количеству размещенных акций, их курсу и т.д.

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

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

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

***К основным функциям фондовой биржи относятся:***

- мобилизация и концентрация свободных денежных капиталов и накоплений посредством организации продажи ценных бумаг;
- инвестирование государства и иных хозяйственных организаций посредством организации покупки их ценных бумаг;
- обеспечение высокого уровня ликвидности вложений в ценные бумаги.

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

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

- правила допуска участника рынка ценных бумаг к торгам;
- правила допуска к торгам ценных бумаг;
- правила заключения и сверки сделок;
- правила регистрации сделок;
- порядок исполнения сделок;
- правила, ограничивающие манипулирование ценами;
- расписание предоставления услуг;
- список ценных бумаг, допущенным к торгам.

Вопросы для повторения:

1. По каким признакам классифицируется рынок ценных бумаг?
2. Каковы цели и задачи первичного (вторичного) рынка ценных бумаг?
3. Кто основные участники первичного (вторичного) рынка ценных бумаг?
4. Расскажите об особенностях первичного рынка ценных бумаг в России?
5. Какую роль выполняют инвестиционные банки на первичном рынке ценных бумаг?
6. Какие функции выполняет «эмиссионный синдикат»?
7. Какие этапы включает подготовка нового выпуска ценных бумаг?
8. Какие данные о эмитенте должен содержать проспект эмиссии ценных бумаг?
9. Какую функцию выполняет вторичный рынок в экономике?

## **Раздел 11. ВЫПУСК И ОБРАЩЕНИЕ ЦЕННЫХ БУМАГ**

### **11.1. Нормативная база выпуска**

Рынок ценных бумаг в зависимости от времени и способа поступления ценных бумаг в оборот подразделяется на первичный и вторичный. На первичном рынке происходит

продажа вновь выпущенных ценных бумаг их первым владельцам; на вторичном — обращение ценных бумаг, т.е. смена их владельцев.

**Выпуск ценных бумаг в обращение** осуществляется при учреждении акционерного общества и при увеличении размеров его уставного капитала путем эмиссии акций, а также в процессе привлечения эмитентами заемного капитала посредством эмиссии облигаций и иных долговых обязательств.

**Эмиссия ценных бумаг** — это установленная законом последовательность действий эмитента по размещению эмиссионных ценных бумаг.

Эмитентами ценных бумаг выступают юридические лица, органы исполнительной власти или местного самоуправления, несущие от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по реализации закрепленных в них прав.

Владельцами ценных бумаг являются лица, которым они принадлежат по праву собственности или по иному вещному праву. Ценные бумаги от одного владельца к другому перемещаются на вторичном рынке в результате их обращения.

**Обращение ценных бумаг** — это заключение гражданско-правовых сделок, влекущих за собой переход прав собственности на ценные бумаги.

Порядок выпуска ценных бумаг и их обращения в Российской Федерации регулируется Федеральным законом «О рынке ценных бумаг», принятым 20 марта 1996 г. Закон регулирует отношения, возникающие при эмиссии и обращении эмиссионных ценных бумаг независимо от типа эмитента, а также особенности создания рынка ценных бумаг и деятельности его профессиональных участников.

С начала 90-х гг. выпущено в общей сложности около 500 нормативных документов в области ценных бумаг, включая законы РФ, постановления правительства, указы президента, документы Центрального банка РФ, Министерства финансов РФ, налоговой службы, антимонопольного комитета и т.д.

**Введенное законом «О рынке ценных бумаг» понятие «эмиссионные ценные бумаги»** позволило объединить государственные, муниципальные и большую часть корпоративных ценных бумаг.

Закон «О рынке ценных бумаг» содержит основные положения об эмиссионных ценных бумагах. Он определяет форму и порядок удостоверения, уступки и осуществления прав, закрепленных эмиссионной ценной бумагой, которые указываются эмитентом в решении о выпуске ценных бумаг.

**Эмиссионные ценные бумаги могут выпускаться в одной из следующих форм:**

- **именные ценные бумаги документарной формы выпуска (именные документарные ценные бумаги);**
- **именные ценные бумаги бездокументарной формы выпуска (именные без документарные ценные бумаги);**
- **ценные бумаги на предъявителя документарной формы выпуска (документарные ценные бумаги на предъявителя).**

Выбранная эмитентом форма ценных бумаг должна однозначно определяться в его учредительных документах и (или) решении о выпуске ценных бумаг и проспекте их эмиссии. Невыполнение эмитентом указанных требований является основанием для отказа в регистрации выпуска ценных бумаг.

При выпуске эмиссионных ценных бумаг в документарной форме их владельцам может выдаваться один сертификат на все приобретенные ими ценные бумаги, содержащий указания на их общее количество, категорию и номинальную стоимость. Владелец или номинальный держатель именных эмиссионных ценных бумаг, выпущенных в документарной форме, может отказаться от получения сертификата. Факт выдачи или отказа от получения сертификата должен быть отражен в системе ведения реестра.

*Одна эмиссионная ценная бумага может быть удостоверена только одним сертификатом. Один сертификат может удостоверяет право на одну, несколько или все эмиссионные ценные бумаги с одним государственным регистрационным номером. Общее число эмиссионных ценных бумаг, зафиксированных во всех выпущенных эмитентом сертификатах, не должно превышать количества, зафиксированного в решении о выпуске эмиссионных ценных бумаг.*

Эмитент при принятии решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг в документарной форме может определить, что сертификаты выпускаемых им ценных бумаг могут выдаваться на руки владельцам (без обязательного централизованного хранения), либо подлежат обязательному хранению в депозитариях и не могут выдаваться на руки всем владельцам (с обязательным централизованным хранением).

Не допускается введение обязательного централизованного хранения ценных бумаг для акций акционерных обществ, выпущенных в документарной и бездокументарной формах.

Для документарной формы выпуска эмиссионных ценных бумаг без обязательного централизованного хранения эмитент может принять решение о введении обязательного централизованного хранения только при условии, если все ценные бумаги выпуска оказались к моменту принятия решения сданными клиентами в депозитории.

Сертификаты эмиссионных ценных бумаг без обязательного централизованного хранения могут передаваться на хранение в депозитории на основании договора.

**Эмиссионные ценные бумаги на предъявителя могут выпускаться только в документарной форме, а именные эмиссионные ценные бумаги — как в документарной, так и в бездокументарной формах.** Форма эмиссионных ценных бумаг определяется эмитентом. Эмиссионные ценные бумаги с одним государственным регистрационным номером выпускаются в одной форме, которая может быть изменена по решению органа управления эмитента, принятому только с согласия всех владельцев ценных бумаг данного выпуска и после регистрации такого решения в уполномоченном государственном органе.

Любые имущественные и неимущественные права, закрепленные в документарной или бездокументарной формах, независимо от их наименования являются эмиссионными ценными бумагами, если условия возникновения и обращения соответствуют совокупности их признаков.

Ценные бумаги, выпущенные иностранными эмитентами, допускаются к обращению или первичному размещению на рынке ценных бумаг России после регистрации проспекта их эмиссии в Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг.

Ценные бумаги, выпущенные эмитентами, зарегистрированными в Российской Федерации, допускаются к обращению за ее пределами по решению Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг.

Любой эмитент имеет право проводить эмиссию ценных бумаг самостоятельно в соответствии с действующим законодательством, однако для большинства эмитентов такая процедура достаточно сложна и им несвойственна. Поэтому многие эмитенты прибегают к помощи посредников — профессиональных участников рынка ценных бумаг, которые обязуются выкупить за свой счет либо весь выпуск ценных бумаг по фиксированной цене с целью дальнейшей перепродажи сторонним инвесторам, либо недоразмещенную ими среди сторонних инвесторов в течение оговоренного срока часть выпуска.

Посредники могут также взять на себя обязанности по продаже ценных бумаг от имени эмитента без обязательств по выкупу недоразмещенной части выпуска. До начала эмиссии каждый эмитент должен определить необходимость и степень участия посредников в выпуске ценных бумаг в обращение.

**Процедура эмиссии ценных бумаг включает следующие этапы:**

- принятие эмитентом решения о выпуске ценных бумаг;

- регистрацию выпуска ценных бумаг;
- изготовление сертификатов ценных бумаг (для документарной формы выпуска);
- размещение ценных бумаг;
- регистрацию отчета об итогах выпуска ценных бумаг.

**Решение о выпуске ценных бумаг в обращение должно содержать:**

- полное наименование эмитента и его юридический адрес;
- дату принятия решения;
- наименование уполномоченного органа эмитента, принявшего решение;
- вид эмиссионных ценных бумаг;
- отметку о государственной регистрации и государственный регистрационный номер ценных бумаг;
- права владельца, закрепленные одной ценной бумагой;
- порядок размещения эмиссионных ценных бумаг;
- обязательство эмитента обеспечить права владельца при соблюдении владельцем установленного законодательством Российской Федерации порядка осуществления этих прав;
- указание количества эмиссионных ценных бумаг в данном выпуске;
- указание общего количества эмиссионных ценных бумаг с данным государственным регистрационным номером и их номинальной стоимости;
- указание формы ценных бумаг (документарная или бездокументарная, именная или на предъявителя);
- печать эмитента и подпись руководителя эмитента;
- другие реквизиты, предусмотренные законодательством Российской Федерации для конкретного вида эмиссионных ценных бумаг.

При документарной форме эмиссионных ценных бумаг эмитенту необходимо дополнительно представить описание (образец) сертификата.

По каждому выпуску ценных бумаг должно быть зарегистрировано отдельное решение.

Эмитент не вправе изменить зарегистрированное решение о выпуске ценных бумаг в части объема прав по эмиссионной ценной бумаге, установленных этим решением.

Решение о выпуске составляется в двух или трех экземплярах, заверенных в регистрирующем органе. Один экземпляр хранится в регистрирующем органе, второй — у эмитента, третий передается на хранение регистратору, ведущему реестр (если таковой имеется). В случае расхождений в тексте в экземплярах решения истинным считается текст документа, хранящегося в регистрирующем органе.

Запрещается ограничивать доступ владельцев ценных бумаг к подлинникам зарегистрированных решений, хранящимся у эмитента или регистратора.

***После принятия эмитентом решения о выпуске ценных бумаг происходит регистрация выпуска ценных бумаг в регистрирующем органе и изготовление документов, удостоверяющих права, закрепленные ценной бумагой (в случае выпуска документарных ценных бумаг).***

**Для регистрации эмиссионных ценных бумаг эмитент обязан представить следующие документы:**

- заявление на регистрацию;
- решение о выпуске ценных бумаг;
- проспект эмиссии (если регистрация выпуска ценных бумаг сопровождается регистрацией проспекта эмиссии);
- копии учредительных документов (при эмиссии акций для создания акционерного общества);

- документы, подтверждающие разрешение уполномоченного органа исполнительной власти на выпуск ценных бумаг (в случаях, когда необходимость такого разрешения установлена законодательством Российской Федерации).

Эмитент и его должностные лица, на которых уставом и (или) внутренними документами эмитента возложена обязанность отвечать за полноту и достоверность информации, содержащейся в указанных документах, несут ответственность за исполнение обязательств в соответствии с законодательством Российской Федерации.

При регистрации эмиссионных ценных бумаг выпуску присваивается государственный регистрационный номер. Порядок присвоения номера устанавливается регистрирующим органом.

Регистрирующий орган обязан зарегистрировать выпуск ценных бумаг или принять мотивированное решение об отказе в регистрации не позднее чем через 30 дней после получения документов. Перечень регистрирующих органов на территории России устанавливается Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг.

**Основанием для отказа в регистрации выпуска ценных бумаг являются:**

- нарушение эмитентом требований законодательства Российской Федерации о ценных бумагах, в том числе наличие в представленных документах сведений, позволяющих сделать вывод о противоречии условий эмиссии и обращения эмиссионных ценных бумаг законодательству Российской Федерации о ценных бумагах;

- несоответствие представленных документов и состава содержащихся в них сведений требованиям Федерального закона «О рынке ценных бумаг»;

- внесение в проспект эмиссии или в решение о выпуске ценных бумаг (иные документы, служащие основанием для регистрации выпуска ценных бумаг) ложных сведений либо сведений, не соответствующих действительности (недостоверных сведений).

Решение об отказе в регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг и проспекта эмиссии может быть обжаловано в суд или арбитражный суд.

При бездокументарной форме эмиссии ценных бумаг единственным документом, удостоверяющим права, закрепленные ценной бумагой, выступает решение о выпуске ценных бумаг. Однако в случае документарной формы эмиссии ценных бумаг закон предусматривает обязательное **изготовление** еще одного документа, удостоверяющего права, закрепленные ценной бумагой, — **сертификата эмиссионных ценных бумаг**.

**Такой сертификат должен содержать следующие реквизиты:**

- полное наименование эмитента и его юридический адрес;
- вид ценных бумаг;
- государственный регистрационный номер;
- порядок размещения эмиссионных ценных бумаг;
- обязательство эмитента обеспечить права владельца при соблюдении владельцем требований законодательства Российской Федерации;
- указание количества эмиссионных ценных бумаг, удостоверенных этим сертификатом;
- указание общего количества эмиссионных ценных бумаг с данным государственным регистрационным номером;
- указание на то, выпущены ли ценные бумаги в документарной форме с обязательным централизованным хранением или в документарной форме без обязательного централизованного хранения;
- указание на то, являются ли эмиссионные ценные бумаги именными или на предъявителя;
- печать эмитента;
- подписи руководителей эмитента и подпись лица, выдавшего сертификат;

- другие реквизиты, предусмотренные законодательством Российской Федерации для конкретного вида ценных бумаг.

Обязательный реквизит сертификата именной эмиссионной ценной бумаги — имя (наименование) ее владельца.

В случае расхождений между текстом решения о выпуске ценных бумаг и данными, приведенными в сертификате эмиссионной ценной бумаги, владелец имеет право требовать осуществления прав, закрепленных этой ценной бумагой, в объеме, установленном сертификатом. Эмитент ответствен за несовпадение данных, содержащихся в сертификате эмиссионной ценной бумаги, с данными, содержащимися в решении о выпуске ценных бумаг, в соответствии с законодательством Российской Федерации.

**В случае успешного прохождения регистрации выпуска следует размещение ценных бумаг на рынке.**

Количество размещаемых ценных бумаг не должно превышать количества, указанного в учредительных документах и проспектах об их выпуске.

Эмитент может разместить меньшее количество эмиссионных ценных бумаг, чем указано в проспекте эмиссии. Фактическое количество размещенных ценных бумаг фиксируется в отчете об итогах выпуска, представляемом на регистрацию. Доля размещенных ценных бумаг, при которой эмиссия считается несостоявшейся, устанавливается Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг.

Возврат средств инвесторов при несостоявшейся эмиссии производится в порядке, установленном Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг.

**Эмитент обязан закончить размещение эмиссионных ценных бумаг по истечении одного года с даты начала выпуска**, если иные сроки размещения не установлены законодательством Российской Федерации.

Запрещается размещение ценных бумаг нового выпуска ранее чем через две недели после обеспечения всем потенциальным владельцам доступа к информации о выпуске. Информация о цене размещения может раскрываться в день начала размещения ценных бумаг.

Запрещается при публичном размещении или обращении эмиссионных ценных бумаг закладывать преимущество при приобретении ценных бумаг одним потенциальным владельцем перед другим. Рассмотренное положение неприемлемо только в следующих случаях:

- при эмиссии государственных ценных бумаг;
- при предоставлении акционерам акционерных обществ преимущественного права выкупа новой эмиссии ценных бумаг в количестве, пропорциональном числу принадлежащих им акций в момент принятия решения об эмиссии;
- при введении эмитентом ограничений на приобретение ценных бумаг нерезидентами.

Завершающим этапом процедуры эмиссии ценных бумаг является **регистрация отчета об итогах выпуска ценных бумаг**, который эмитент должен представить в регистрирующий орган не позднее 30 дней после размещения эмиссионных ценных бумаг.

**Отчет об итогах выпуска ценных бумаг должен содержать следующую информацию:**

- даты начала и окончания размещения;
- фактическую цену размещения (по видам ценных бумаг в рамках данного выпуска);
- количество размещенных ценных бумаг;
- общий объем поступлений за размещенные ценные бумаги, в том

числе:

- а) объем денежных средств в рублях, внесенных в оплату размещенных ценных бумаг;

б) объем иностранной валюты, внесенной в оплату размещенных ценных бумаг, выраженной в валюте Российской Федерации по курсу Центрального банка РФ на момент внесения;

в) объем материальных и нематериальных активов, внесенных в качестве платы за размещенные ценные бумаги, выраженных в валюте Российской Федерации.

Для акций в отчете об итогах выпуска дополнительно указывается список владельцев пакета эмиссионных ценных бумаг, размер которого определяется Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг.

Регистрирующий орган рассматривает отчет об итогах выпуска ценных бумаг в двухнедельный срок и при отсутствии нарушений регистрирует его. Он отвечает за полноту зарегистрированного отчета.

**Эмиссия ценных бумаг может осуществляться в форме:**

• **частного размещения**, т. е. с регистрацией выпуска, но без публичного объявления о нем, без подготовки проспекта эмиссии и его регистрации, без рекламы и раскрытия информации, содержащейся в отчете об итогах выпуска. Такое размещение ценных бумаг разрешено, если общий объем эмиссии не превышает 50 тыс. минимальных размеров оплаты груда, а число владельцев ценных бумаг не превышает 500;

• **открытой продажи**, т. е. с регистрацией выпуска и проспекта эмиссии ценных бумаг, предполагающего раскрытие информации, содержащейся в отчете об итогах выпуска ценных бумаг. Такой порядок продажи ценных бумаг обязателен в случае размещения эмиссионных ценных бумаг среди неограниченного или заранее известного круга владельцев, число которых превышает 500, а также если общий объем эмиссии превышает 50 тыс. минимальных размеров оплаты груда.

Отличием открытой продажи от частного размещения ценных бумаг являются обязательная регистрация проспекта эмиссии, раскрытие всей информации, содержащейся в проспекте эмиссии и в отчете об итогах выпуска. Вследствие этого **эмиссия ценных бумаг при их публичном размещении дополняется:**

- подготовкой проспекта эмиссии ценных бумаг;
- регистрацией проспекта эмиссии;
- раскрытием всей информации, содержащейся в проспекте эмиссии;
- раскрытием всей информации, содержащейся в отчете об итогах выпуска.

**При регистрации проспекта эмитент прежде всего осуществляет подготовку проспекта эмиссии ценных бумаг.**

**Проспект эмиссии должен содержать:**

- данные об эмитенте;
- данные о финансовом положении эмитента (эти сведения не указываются в проспекте эмиссии при создании акционерного общества, за исключением случаев преобразования в него юридических лиц иной организационно-правовой формы);
- сведения о предстоящем выпуске ценных бумаг.

**Данные об эмитенте включают:**

- а) полное и сокращенное наименования эмитента или имена и наименования учредителей;
- б) юридический адрес эмитента;
- в) номер и дату свидетельства о государственной регистрации в качестве юридического лица;
- г) информацию о лицах, владеющих не менее чем 5% уставного капитала эмитента;
- д) структуру руководящих органов эмитента, принятую в его учредительных документах, в том числе список всех членов совета директоров, правления или органов управления эмитента, выполняющих аналогичные функции на момент принятия решения о выпуске ценных бумаг, с указанием фамилии, имени, отчества, всех должностей каждого

его члена в настоящее время и за последние пять лет, а также долей в уставном капитале эмитента тех из них, кто лично является его участником;

е) список всех юридических лиц, в которых эмитент обладает более чем 5% уставного капитала;

ж) список всех филиалов и представительств эмитента, содержащий их полные наименования, даты и место регистрации, юридические адреса, фамилии, имена, отчества их руководителей.

Сведения, содержащиеся в пунктах «г»—«ж», не указываются в проспекте эмиссии при выпуске акций в процессе создания акционерного общества, за исключением случаев преобразования в него юридического лица иной организационно-правовой формы.

***Данные о финансовом положении эмитента охватывают:***

- бухгалтерские балансы (для эмитентов, являющихся банками, бухгалтерские балансы по счетам второго порядка) и отчеты о финансовых результатах деятельности эмитента, включая отчет об использовании прибыли, по установленным формам за последние три завершаемых финансовых года либо за каждый завершаемый финансовый год с момента образования, если этот срок менее трех лет;

- бухгалтерский баланс эмитента (для эмитентов, являющихся банками, бухгалтерский баланс по счетам второго порядка) по состоянию на конец последнего квартала перед принятием решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг;

- отчет о формировании и об использовании средств резервного фонда за последние три года;

- размер просроченной задолженности эмитента кредиторам и по платежам в соответствующий бюджет на дату принятия решения о выпуске ценных бумаг;

- данные об уставном капитале эмитента (величина уставного капитала, количество ценных бумаг и их номинальная стоимость, владельцы ценных бумаг, доля которых в уставном капитале превышает установленные антимонопольным законодательством Российской Федерации нормативы);

- отчет о предыдущих выпусках ценных бумаг эмитента, включающий виды эмиссионных ценных бумаг, номер и дату государственной регистрации, название регистрирующего органа, объем выпуска, количество эмиссионных ценных бумаг, условия выплаты доходов, другие права владельцев.

***Сведения о предстоящем выпуске ценных бумаг должны содержать информацию:***

- о ценных бумагах (форма и вид ценных бумаг с указанием порядка хранения и учета прав на ценные бумаги), об общем объеме выпуска, о количестве ценных бумаг в выпуске;

- об эмиссии ценных бумаг (дата принятия решения о выпуске, наименование органа, принявшего решение о выпуске, ограничения на потенциальных владельцев, место, где потенциальные владельцы могут приобрести эмиссионные ценные бумаги; при хранении сертификатов эмиссионных ценных бумаг и (или) учете прав на эмиссионные ценные бумаги в депозитарии — наименование и юридический адрес депозитария);

- о сроках начала и окончания размещения эмиссионных ценных бумаг;

- о ценах и порядке оплаты приобретаемых владельцами эмиссионных ценных бумаг;

- о профессиональных участниках рынка ценных бумаг (или об их объединениях), которых предполагается привлечь к участию в размещении выпуска ценных бумаг на момент регистрации проспекта эмиссии (наименование, юридический адрес, функция, выполняемая при размещении ценных бумаг);

- о получении доходов по эмиссионным ценным бумагам (порядок выплаты доходов по эмиссионным ценным бумагам и методика определения размеров доходов);

- о наименовании органа, осуществившего регистрацию выпуска ценных бумаг.

***После подготовки проспекта эмиссии эмитент должен зарегистрировать его в регистрирующем органе и обеспечить доступ к информации, содержащейся в нем, а***

**также опубликовать уведомление о порядке раскрытия информации в периодическом печатном издании с тиражом не менее 50 тыс. экз.**

Эмитент, а также профессиональные участники рынка ценных бумаг, осуществляющие размещение эмиссионных ценных бумаг, обязаны обеспечить любым потенциальным владельцам возможность доступа к раскрываемой информации до приобретения ценных бумаг.

**В тех случаях, когда хотя бы один выпуск ценных бумаг эмитента сопровождался регистрацией проспекта эмиссии, эмитент обязан раскрыть всю информацию, содержащуюся в проспекте эмиссии, о своих ценных бумагах и своей финансово-хозяйственной деятельности в следующих формах:**

- ежеквартальный отчет эмитента;
- сообщения о существенных фактах, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента.

**Ежеквартальный отчет эмитента должен содержать следующие данные:**

- коды, присвоенные регистрирующим органом сообщениям о раскрытых в отчетном квартале существенных фактах, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента;
- данные о финансово-хозяйственной деятельности эмитента: бухгалтерский баланс, счета прибылей и убытков на конец отчетного квартала;
- факты, повлекшие увеличение чистой прибыли или убытков эмитента более чем на 20% в течение отчетного квартала по сравнению с предыдущим кварталом;
- данные о формировании и использовании резервного и других специальных фондов эмитента.

Ежеквартальный отчет составляется по итогам каждого завершенного квартала не позднее 30 календарных дней после его окончания. Ежеквартальный отчет должен быть утвержден уполномоченным органом эмитента.

**Сообщениями о существенных фактах, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента, признаются сведения:**

- об изменениях в списке лиц, входящих в органы управления эмитента (за исключением общего собрания участников в обществах с ограниченной ответственностью и общего собрания акционеров в акционерных обществах);
- об изменениях в размере участия лиц, входящих в органы управления эмитента, в уставном капитале эмитента, а также его дочерних и зависимых обществ и об участии этих лиц в капитале других юридических лиц, если они владеют более чем 20% указанного капитала;
- об изменениях в списке владельцев (акционеров) эмитента, владеющих 20% и более уставного капитала эмитента;
- в списке об изменениях юридических лиц, в которых данный эмитент владеет 20% и более уставного капитала;
- о реорганизации эмитента, его дочерних и зависимых обществ;
- о начисленных и (или) выплачиваемых доходах по ценным бумагам эмитента;
- о погашении ценных бумаг;
- выпусках ценных бумаг, приостановленных или признанных несостоявшимися о;
- о появлении в реестре эмитента лица, владеющего более чем 25% его эмиссионных ценных бумаг любого отдельного вида.

**Эмиссия ценных бумаг в случае их публичного размещения (открытой продажи) завершается раскрытием всей информации, содержащейся в отчете об итогах выпуска ценных бумаг. После этого выпуск считается состоявшимся.**

Запрет на выпуск ценных бумаг по мотивам нецелесообразности не допускается. Регистрирующий орган может признать выпуск ценных бумаг недействительным только в случае недобросовестной эмиссии.

Недобросовестной эмиссией признаются действия, выражающиеся в нарушении процедуры эмиссии и являющиеся основанием для отказа в регистрации выпуска ценных бумаг, признания его несостоявшимся или приостановления эмиссии ценных бумаг.

В случае обнаружения признаков недобросовестной эмиссии регистрирующим органом он обязан в течение семи дней сообщить об этом в Федеральную комиссию по рынку ценных бумаг (региональное отделение Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг).

В регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг может быть отказано при наличии оснований, предусмотренных законом «О рынке ценных бумаг».

Выпуск ценных бумаг может быть приостановлен или признан несостоявшимся при обнаружении регистрирующим органом нарушений эмитентом в ходе эмиссии требований законодательства Российской Федерации или недостоверной информации в документах, на основании которых был зарегистрирован выпуск ценных бумаг.

При выявлении нарушений установленной процедуры эмиссии регистрирующий орган может также приостановить эмиссию до устранения нарушений в пределах срока размещения ценных бумаг. Эмиссия возобновляется по специальному разрешению регистрирующего органа.

В случае признания выпуска ценных бумаг недействительным все ценные бумаги данного выпуска подлежат возврату эмитенту, а средства, полученные им от размещения выпуска ценных бумаг, признанного недействительным, должны быть возвращены владельцам. Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг для возврата средств владельцам вправе обратиться в суд.

Все издержки, связанные с признанием выпуска ценных бумаг недействительным (несостоявшимся) и возвратом средств владельцам, относятся на счет эмитента.

При нарушении, выражающемся в выпуске ценных бумаг в обращение сверх количества, объявленного в проспекте эмиссии, эмитент обязан обеспечить их выкуп и погашение. Если эмитент в течение двух месяцев не обеспечит выкуп и погашение ценных бумаг, выпущенных сверх объявленного количества, то Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг вправе обратиться в суд о взыскании средств, необоснованно полученных эмитентом.

Благоприятное завершение эмитентом процедуры эмиссии означает, что ценные бумаги поступают на рынок ценных бумаг для их дальнейшего обращения.

## **11.2. Обращение ценных бумаг**

Эмитированные ценные бумаги поступают вначале на первичный рынок ценных бумаг, где происходит их размещение, т.е. передача ценных бумаг эмитентом их первым владельцам или инвесторам. Следовательно, эмитенты ценных бумаг получают средства от инвесторов только на первичном рынке ценных бумаг.

На вторичном рынке происходит обращение ценных бумаг, постоянная смена их владельцев. Средства от реализации этих бумаг на вторичном рынке поступают продавцам (бывшим владельцам ценных бумаг), а не их эмитентам. При этом наиболее важным моментом является фиксация перехода прав на эмиссионные ценные бумаги от одного их владельца к другому.

**Обращение эмиссионных ценных бумаг на вторичном рынке регламентируется Федеральным законом «О рынке ценных бумаг».** В частности, Законом четко определяется момент перехода прав на ценные бумаги, который вызывал до его принятия много споров и разногласий. В Законе указаны документы, удостоверяющие права

владельцев на эмиссионные ценные бумаги, выпускаемые в документарной и в бездокументарной формах.

Права владельцев на эмиссионные ценные бумаги документарной формы выпуска удостоверяются сертификатами (если сертификаты находятся у владельцев) либо сертификатами и записями по счетам «депо» в депозитариях (если сертификаты переданы на хранение в депозитории).

Права владельцев на эмиссионную ценную бумагу бездокументарной формы выпуска удостоверяются в системе ведения реестра — записями на лицевых счетах у держателя реестра или, в случае учета прав на ценные бумаги в депозитории, — записями по счетам «депо» в депозитариях.

***Право на именная документарную ценную бумагу переходит к приобретателю в случае учета его прав на ценные бумаги:***

- в системе ведения реестра — с момента передачи ему сертификата ценной бумаги после внесения приходной записи по лицевому счету приобретателя;
- у лица, осуществляющего депозитарную деятельность, с депонированием сертификата ценной бумаги у депозитария — с момента внесения приходной записи по счету «депо» приобретателя.

***Право на именные бездокументарные ценные бумаги переходит к приобретателю в случае учета прав на ценные бумаги:***

- у лица, выполняющего депозитарную деятельность, — с момента внесения приходной записи по счету «депо» приобретателя;
- в системе ведения реестра — с момента внесения приходной записи по лицевому счету приобретателя.

***Право на предъявительскую документарную ценную бумагу переходит к приобретателю при:***

- нахождении ее сертификата у владельца — в момент передачи этого сертификата приобретателю;
- хранении сертификата предъявительских документарных ценных бумаг и (или) учете прав на такие ценные бумаги в депозитории — в момент внесения приходной записи по счету «депо» приобретателя.

**Права, закрепленные эмиссионной ценной бумагой, переходят к их приобретателю с момента перехода прав на эту ценную бумагу.** Переход прав, закрепленных именной эмиссионной ценной бумагой, должен сопровождаться уведомлением держателя реестра, или депозитария, или номинального держателя ценных бумаг.

Права по предъявительским эмиссионным ценным бумагам реализуются по предъявлении их владельцем либо его доверенным лицом, а права по именным документарным эмиссионным ценным бумагам — по предъявлении владельцем либо его доверенным лицом сертификатов этих ценных бумаг эмитенту. Вместе с тем при наличии сертификатов таких ценных бумаг у владельца необходимо совпадение имени (наименования) владельца, указанного в сертификате, с именем (наименованием) владельца в реестре.

В случае хранения сертификатов документарных эмиссионных ценных бумаг в депозитариях права, закрепленные ценными бумагами, осуществляются на основании предъявленных этими депозитариями сертификатов по поручению, предоставляемому депозитарными договорами владельцев, с приложением списка владельцев. Здесь эмитент обеспечивает реализацию прав по предъявительским ценным бумагам лица, указанного в списке.

Права по именным бездокументарным эмиссионным ценным бумагам осуществляются эмитентом в отношении лиц, указанных в системе ведения реестра. Если данные о новом

владелец такой ценной бумаги не были сообщены держателю реестра данного выпуска или номинальному держателю ценной бумаги к моменту закрытия реестра, исполнение обязательств по отношению к владельцу, зарегистрированному в реестре в момент его закрытия, признается надлежащим. Ответственность за своевременное уведомление лежит на приобретателе ценной бумаги.

О совершенных сделках по приобретению иностранными владельцами ценных бумаг, выпущенных эмитентами, зарегистрированными в Российской Федерации, сторонам по сделке надлежит уведомлять Федеральную комиссию по рынку ценных бумаг. О сделках по приобретению российскими владельцами ценных бумаг, выпущенных иностранными эмитентами, сторонам по сделке также надлежит уведомлять Федеральную комиссию по рынку ценных бумаг.

Подлинность подписи физических лиц на документах о переходе прав на ценные бумаги и прав, закрепленных ценными бумагами (за исключением случаев, предусмотренных законодательством Российской Федерации), может быть заверена нотариально или профессиональным участником рынка ценных бумаг.

Исходя из рассмотренных выше положений Закона «О рынке ценных бумаг», определяющих момент перехода прав на ценные бумаги, можно сделать вывод о том, что если существует запись в депозитарии или у регистратора, то инвестор всегда признается владельцем ценной бумаги.

Однако следует иметь в виду, что права владельца возникают не в силу приходной записи в депозитарии или у регистратора. Это записью права владельца только подтверждаются. Возникают же права в результате реализации договора инвестора с предыдущим владельцем ценной бумаги. Тем не менее регистрация или отражение ценных бумаг на счете «депо» является необходимым условием фиксации прав владельца на ценные бумаги.

Таким образом, в Законе «О рынке ценных бумаг» речь идет лишь о фиксации прав на ценные бумаги, возникающих в результате их обращения на первичном или вторичном рынках ценных бумаг. Надо также отметить различие функций, выполняемых первичным и вторичным рынками. Если функция первичного рынка состоит в обеспечении эмитента возможностью аккумуляции требуемых инвестиционных ресурсов путем эмиссии ценных бумаг, то функция вторичного рынка заключается прежде всего в обеспечении владельцам ценных бумаг ликвидности этих бумаг в процессе их обращения.

Если рассматривать проблему инвестирования средств в ценные бумаги с точки зрения инвестора, то можно отметить, что ему безразлично, получает ли он вновь эмитированную ценную бумагу или же бумагу, уже находившуюся в обращении. ***Для инвестора наиболее важными моментами являются ликвидность, надежность и доходность ценной бумаги.*** Вместе с тем как на первичном, так и на вторичном рынках ценных бумаг главными действующими лицами выступают (не считая эмитентов) те же профессиональные участники рынка ценных бумаг, а средства на покупку эмиссионных ценных бумаг поступают в конечном счете от тех же инвесторов. В этом наглядно отражаются единство и неразрывная взаимосвязь первичного и вторичного рынков ценных бумаг.

Обращение ценных бумаг в зависимости от места их оборота на рынке ценных бумаг происходит либо на биржевом (организованном) рынке, либо на внебиржевом рынке. Как правило, первичное размещение выпуска ценных бумаг осуществляется по каналам внебиржевого рынка, дальнейшее же их обращение может происходить на биржевом и на внебиржевом рынках. Наиболее качественные ценные бумаги обращаются, как правило, на биржевом рынке, представленном сетью фондовых бирж. Деятельность фондовых бирж регулируется Законом «О рынке ценных бумаг», другими законодательными и нормативными актами.

### Вопросы к повторению:

1. В каких формах могут выпускаться эмиссионные ценные бумаги?
2. Какие этапы включает процедура эмиссии ценных бумаг?
3. Расскажите о выпуске ценных бумаг в обращение. Какие решения должны быть при этом приняты?
4. Какие документы обязан предоставить эмитент для регистрации выпуска ценных бумаг?
5. Какие реквизиты должен содержать сертификат эмиссионных ценных бумаг?
6. Какую информацию должен содержать отчет об итогах выпуска ценных бумаг?
7. В чем отличие открытой продажи от частного размещения ценных бумаг?
8. Какую информацию должны содержать сведения о предстоящем выпуске ценных бумаг?
9. Какие сведения должен содержать ежеквартальный отчет эмитента после регистрации проспекта эмиссии?
10. Каким образом переходит право на именную бездокументарную бумагу к приобретателю ее?

### Литература

1. Ценные бумаги.: Учебник для вузов/ Под ред. Колесникова В.И., Торкановского В.С. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 416 с.
2. Операции с ценными бумагами: российская практика: Учебник / Под ред. Семенкова Е.В. – М.: Изд-во ”Перспектива” : Издательский дом ”ИНФРА – М” , 1997. – 328 с.
3. Финансы, денежное обращение. Кредит.: Учебник/ Бабич А.М., Павлова Л.Н. - М.: ЮНИТИ, 2000.
4. Российский рынок государственных ценных бумаг: Коллективная монография / Под ред. Алексеева М.Ю.: Изд-во «Евромани Пабליкейшнз Пи ЭлСи», Лондон, Авторское право: Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ), 1997.
5. Федеральный закон « О рынке ценных бумаг»
6. Закон РФ «Об акционерных обществах».
7. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности./ Ковалев В.В. – М.: Финансы и статистика, 1998 – 512 с.



Раздел 10. Первичный и вторичные рынки ценных бумаг .....	60
10.1. Первичный рынок ценных бумаг ..	60
10.2. Вторичный рынок: внебиржевой и биржевой .....	64
Вопросы для повторения .....	67
Раздел 11. Выпуск и обращение ценных бумаг .....	67
11.1. Нормативная база выпуска .....	67
11.2. Обращение ценных бумаг .....	76
Вопросы для повторения .....	79
Литература .....	79

