
СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие	4
1. Понятие ценной бумаги	7
2. Понятие рынков ценных бумаг	18
3. Организованные рынки ценных бумаг (биржи и внебиржевые торговые системы)	26
4. Государственные ценные бумаги Российской Федерации	53
5. Государственные еврооблигации и региональные облигации в России	74
6. Частные облигации	86
7. Акции	106
8. Депозитный и сберегательный сертификаты	161
9. Вексель	166
10. Чек	190
11. Коносамент	198
12. Депозитарии	207
13. Паевые инвестиционные фонды (ПИФы) и общие фонды банковского управления (ОФБУ)	212
14. Два теоретических воззрения на оптимальную модель российских рынков ценных бумаг	225

ПРЕДИСЛОВИЕ

В Средние века обучение в университетах в основном сводилось к тому, что студенты старательно записывали за преподавателем то, что он зачитывал им с кафедры. Книги писались вручную на пергаменте, изготовленном из телячьей кожи, и стоили очень дорого. Экземпляры даже наиболее популярных работ античных авторов и отцов Церкви исчислялись единицами. Студенты часто не успевали за преподавателем, отвлекались или ошибались, но и эти списки в дальнейшем копировались, а потому одно и то же произведение доходило до потомков в самых различных изложениях. Дороговизна материала приводила к тому, что написанный ранее текст соскабливали и поверх него наносили новый, что не добавляло тексту понятности (такая рукопись называлась палимпсест). Появление завезенной с Востока бумаги, а затем и книгопечатание постепенно изменили дело. Но не в отечественном высшем образовании XXI в.

У нас до сих пор основное занятие студента на лекции — вручную конспектировать выступление преподавателя, качество чтения лекций до сих пор определяется в том числе и по тому, насколько активно студенты пишут свои конспекты. Это требует изрядных затрат времени — ведь писать намного труднее, чем говорить. Студент отвлекается от понимания материала, занятый его копированием. Преподаватель вынужден говорить медленно, ориентируясь на темп скорописи среднего студента. А ведь современная молодежь, постоянно работающая с компьютером, печатает много быстрее, чем пишет. Итог — всем известная сонная атмосфера лекционной аудитории.

Между тем, как свидетельствует собственный опыт автора, студент, снабженный уже отпечатанным текстом конспекта, может целиком сосредоточиться на выступлении преподавателя, который, в свою очередь, может говорить и быстрее, и эмоциональнее. Когда перед слушателем находятся статистические и графические материалы, когда он может прочесть определение, не тратя время на то, чтобы предварительно записать его, дело идет и быстрее, и интереснее — за счет простого отказа от конспектирования можно сэкономить до четверти аудиторного вре-

мени и израсходовать его на непосредственное живое общение со слушателями.

Разгрузить студента для собственно учебы, для понимания — главная цель этой книги. Главная, но не единственная.

Конечно, в стать небольшой по объему книге невозможно рассказать все о финансовых рынках или даже о рынках ценных бумаг. Но дать представление о том, из чего состоят эти рынки и главное — чем и как они живут, можно.

Поэтому автор не стремился к тому, чтобы описать все. Куда важнее представлялось показать связь абстрактных понятий с повседневной жизнью. Если сравнить текст книги с программой соответствующего курса Финансовой академии при Правительстве РФ, может показаться, что многие темы в нем не освещены. Это не так. Просто в тексте об акциях одновременно речь идет и о методах торговли ими, и о том, кто ими торгует. А в разделах о биржах рассказывается о слияниях и поглощениях акционерных обществ и т.д. и т.п.

Но кое-что, конечно, не упомянуто вовсе. В первую очередь это касается производных ценных бумаг. Эта тема достаточно сложна и обособленна, чтобы коснуться ее мимоходом, и слишком обширна, чтобы рассматривать ее целиком. Кроме того, читателям доступна прекрасная монография А.Б. Фельдмана¹, посвященная этому вопросу.

Точно так же за пределами данной книги осталось все, связанное с математическими методами, используемыми при работе на рынках ценных бумаг. Им также посвящена обширная и доступная читателю литература.

Зато книга содержит самый современный материал, посвященный состоянию собственно рынков ценных бумаг. Статистические материалы автор собирал на протяжении длительного времени на основе сведений, представленных в периодической печати, на этой же основе составлены графические материалы и таблицы. Последние статистические дополнения внесены буквально за несколько недель до выхода этой книги в свет.

Автор выражает свою благодарность доктору экономических наук, профессору М.Э. Эскиндарову и доктору экономических наук, профессору А.Г. Грязновой — за заботу и доброжелатель-

¹ *Фельдман А.Б.* Производные финансовые и товарные инструменты. — М.: Финансы и статистика, 2003.

ность, доктору экономических наук, профессору А.Б. Фельдману, доктору экономических наук, профессору Л.Н. Красавиной, доктору экономических наук, профессору Н.Н. Думной, доктору экономических наук, профессору А.Ю. Юданову — за внимание и ценные советы, В.Э. Меркину и Д.В. Лукьянову — за возможность знакомиться с практическим функционированием финансовых рынков.

Автору остается только надеяться, что эта книга сэкономит время студентов, а тем, кто изучает предмет самостоятельно, позволит не только узнать, какие именно существуют ценные бумаги, но и увидеть в совокупности то место, где они возникают и функционируют, — рынок ценных бумаг, понять и полюбить ту порой запутанную, порой бюрократизированную, но интересную, на первый взгляд — хаотичную, а на самом деле подчиненную своим, вполне логичным законам жизнь, которой они живут.

1. ПОНЯТИЕ ЦЕННОЙ БУМАГИ

Курс «Рынок ценных бумаг и биржевое дело» является базисным по отношению к остальным курсам, посвященным этому рынку. Отсюда вытекает целый ряд специфических особенностей, связанных с его изучением. С одной стороны, базисность курса предполагает определение основных и самых простых понятий. С другой стороны, логично предположить, что взявшийся за изучение данного курса уже владеет азами экономической науки, в том числе и терминологией. Действительно, трудно предположить, что кто-то изучил экономическую теорию (политическую экономию) и не встретился с такими понятиями, как «акционерный капитал», «биржа» и т.п. Кроме того, всякое изучение специальных дисциплин — а данный курс является, безусловно, специальным — предполагает определенный поиск. Поэтому определенные терминологические, языковые, если угодно, даже сленговые трудности преодолевать неизбежно придется самостоятельно, хотя, конечно, не без помощи и поддержки автора.

Первый вопрос, который неизбежно должен быть поставлен, — вопрос о рамках курса. Рынок ценных бумаг отнюдь не существует в некоем безвоздушном пространстве и, следовательно, активно соприкасается с банковским делом, маркетингом, бухгалтерским учетом и целым рядом других специальных дисциплин. В этих условиях цель изучения данного предмета — *понять, что представляют собой ценные бумаги, какое место они занимают в национальной экономике и каким основным законам (разумеется, кроме общих политэкономических) рынок ценных бумаг подчиняется.*

Очертив таким образом рамки изучаемого предмета, постараемся ответить на первый и самый очевидный вопрос — что такое ценная бумага? Иными словами, дадим ее определение. Разумеется, любая попытка дать определение какому-либо абстрактному понятию — дело неблагодарное, следует понимать, что какое бы определение мы ни дали, оно неизбежно будет страдать изрядной неполнотой. Поэтому рассмотрим несколько определений, сформулированных известными исследователями рынка ценных бумаг.

Профессор М.М. Агарков в 20-е гг. XX в. определял ценные бумаги как *«документы, для осуществления прав по которым необходимо их предъявление»*. Однако сегодня это определение, во-первых, слишком бы расширило число сущностей, рассматриваемых здесь как ценные бумаги (сам М.М. Агарков относил к ним акции, облигации, вексели, чеки, вкладные документы кредитных учреждений, банковские билеты, коносаменты, складочные свидетельства и т.д., т.е. многое из того, что сегодня ценными бумагами не считается), а во-вторых, сделало бы затруднительным четко подвести под данное определение такие современные продукты, как безбумажные фондовые ценности и, в некоторой степени, производные ценные бумаги.

М.Ю. Алексеев, автор первого наиболее полного и популярного исследования рынка ценных бумаг современной России, определяет ценную бумагу как *«документ, который отражает связанные с ним имущественные права, может самостоятельно обращаться на рынке и быть объектом купли-продажи и иных сделок, служит источником получения регулярного или разового дохода, выступает разновидностью денежного капитала»*. Определение весьма четкое, однако и здесь, если будем применять к рассматриваемому предмету все перечисленные критерии, рискуем не признать ценной бумагой то, что ею безусловно является, и, напротив, признавая достаточным только один критерий, отнесем к ценным бумагам ряд иных документов.

Я.М. Миркин, заведующий кафедрой «Ценные бумаги и биржевое дело» Финансовой академии при Правительстве России, определяет ценные бумаги как *«права на ресурсы, обособившиеся от своей основы и даже имеющие собственную материальную форму»*. Однако общность такого определения вынуждает тут же давать дополнительные пояснения о том, что ценные бумаги должны отвечать следующим критериям:

- обращаемость;
- доступность для гражданского оборота;
- стандартность и серийность;
- документарность;
- регулируемость и признание государством;
- рыночность;
- ликвидность;
- риск.

Финансово-кредитный словарь (статьи которого написаны еще до рыночных реформ в России) дает два определения цен-

ных бумаг: 1) «свидетельство об участии в капитале акционерного общества или предоставления займа; долгосрочные обязательства эмитентов выплачивать их владельцам доходы в виде дивидендов или процентов»; 2) «денежные и товарные документы, объединяемые общим для них признаком — необходимостью предъявления для реализации выраженных в них имущественных прав». Уже само по себе наличие множественности определений говорит само за себя.

В чем же проблема? Очевидно, в том, что меняющаяся действительность превращает различные инструменты в ценные бумаги и обратно. Таким образом, оговорившись общим политэкономическим заявлением о том, что рынок ценных бумаг, наряду с рынком кредитных ресурсов, является частью финансового рынка, можем сказать, что *ценной бумагой является то, что признается таковым законодательством страны, в которой она так или иначе функционирует*. Дав такое определение, во-первых, избежим временной и страновой путаницы и, во-вторых, застрахуем себя от того, что изменившееся законодательство сведет на нет попытку составить незыблемый перечень ценных бумаг.

Однако, дав такое определение, мы вовсе не гарантируем себя от неопределенности, причем не гарантируем ровно в той степени, в какой не определено национальное законодательство, взятое в книге в данный момент за базу анализа. Особенно это характерно для современной России. Определения ценным бумагам даны в двух основных актах — Гражданском кодексе и Федеральном законе от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее Закон «О рынке ценных бумаг») (и это не считая множества нормативных актов, часто выходящих за рамки этих определений, но играющих в реальных операциях на рынке ключевую роль).

Большинство юристов, специализирующихся в области экономики, признают, что понятие ценной бумаги, приводимое в российских нормативных документах, не всегда соответствует аналогичным терминам в законодательстве других стран. В этом смысле особый интерес представляет понятие ценной бумаги в США — самом крупном рынке ценных бумаг в мире. Ценные бумаги в США обозначаются как *security*, и этот термин закреплен в Акте 1933 г. (основополагающий документ по данному вопросу), как обозначающий «любую банкноту, акцию, казначейский билет, облигацию, долговое обязательство, свидетель-

ство о задолженности, свидетельство об участии в соглашении о распределении прибыли, сертификат косвенного траста, сертификат, выданный до регистрации, или подписку, передаваемую акцию, инвестиционный контракт, свидетельство о праве голоса в трасте, депозитный сертификат, частичный неделимый интерес в праве на нефть, газ или другие полезные ископаемые, любое предложение, приглашение, двойной опцион, опцион или привилегию на любую security, сберегательный сертификат, или группу, или индекс security (включая любой индекс на них или основанный на их стоимости), любое предложение, приглашение, двойной опцион, опцион или первоначальную привилегию на национальной фондовой бирже в иностранной валюте, или, в общем, любой интерес или документ, известный как security, или любое свидетельство интереса или участия, временное или промежуточное удостоверение, расписку, гарантию или гарантию или право на подписку или приобретение, любое из вышеназванного».

Естественно, руководствоваться столь широким определением американцам весьма затруднительно, поэтому в соответствии с прецедентной системой права в спорных случаях вопрос о том, является ли тот или иной документ ценной бумагой, решает суд. Атрибуты security, которые он при этом рассматривает, определяются при помощи тестов, которые разрабатываются федеральными судами (вопросы определения признаков security отнесены к ведению федеральных властей как касающиеся торговли между штатами). Один из наиболее известных тестов подобного рода — тест *Howey*. Он основан на четырех критериях, которым должны соответствовать security:

- лицо с их помощью инвестирует денежные средства или иное имущество;
- в совместном проекте (инвестиции) объединяется несколько инвесторов;
- целью является получение прибыли;
- успех инвестиций зависит только от усилий третьего лица.

Как видим, понятия весьма отлаженного американского рынка ценных бумаг не очень приблизили нас к определению «ценной бумаги», поскольку американцы дают ответ относительно каждого рассматриваемого объекта в отдельности (а именно, является он ценной бумагой или нет), не давая конкретных общих определений.

К счастью, в России с ее континентальной системой права законодательство дает более конкретный ответ на вопрос о том, что же является ценной бумагой. В Гражданском кодексе Российской Федерации (ГК РФ) ценной бумаге дано следующее определение: *«документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении»*, т.е. законодатель явно склоняется к точке зрения, выраженной в определении М.М. Агаркова. В ГК РФ перечисляются различные виды ценных бумаг: *государственная облигация, облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, банковская сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция, приватизационные ценные бумаги и другие документы, которые законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке отнесены к числу ценных бумаг*, т.е. и наше определение также находит здесь свое отражение.

А вот в Законе «О рынке ценных бумаг», несмотря на название, ничего не говорится непосредственно о ценных бумагах, в нем дается лишь определение эмиссионной ценной бумаги. Сам термин «эмиссионная ценная бумага» по сути своей нелеп. Действительно, эмиссия — это «выпуск», значит, «эмиссионная ценная бумага» по-другому звучит как «выпущенная (выпускаемая) ценная бумага». Рассуждая «от противного», можно предположить, что разработчики данного Закона предусматривали возможность существования «невыпущенных ценных бумаг». Простая человеческая логика подсказывает, что «невыпущенной» может быть либо самопроизвольно зародившаяся (как, например, разум в человеке) бумага или вообще бумага, пребывавшая вечно, от начала времен, но тут мы уже и вовсе попадаем в область трансцендентного, поскольку современная наука полагает, что даже существование нашей вселенной конечно.

Тем не менее, перефразируя древних римлян, можно сказать, что «закон нелеп, но он закон», а значит, представляет интерес не только как объект теоретического разбора, но и как руководство к действию. Итак, согласно Федеральному закону «О рынке ценных бумаг» *эмиссионной ценной бумагой является любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками:*

- *закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному*

осуществлению с соблюдением установленных настоящим Федеральным законом формы и порядка;

- *размещается выпусками;*
- *имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.*

Таким образом, совершенно очевидно, что это определение распространяется не на все сущности, определяемые отечественным законодательством как ценные бумаги, что и оговорено в статье первой закона.

Следует отметить, что в сентябре 2002 г. Государственная Дума РФ по инициативе ФКЦБ приняла поправки к Закону «О рынке ценных бумаг», причем поправки настолько значимые, что речь должна, по сути, идти о новой редакции Закона. Поправки, разумеется, принимались не для того, чтобы дать более точное определение ценной бумаги, а для демонстрации зарубежным инвесторам и международным организациям, контролирующим нелегальные финансовые операции, прогресс, достигнутый российским рынком на пути к прозрачности совершаемых на нем операций. Для ФКЦБ поправки были возможностью (после ряда неудач в аппаратной борьбе с конкурирующими ведомствами) усилить свой контроль за рынком. Поэтому основное внимание в Законе было уделено введению понятия манипулирования ценами и ответственности за такое, изменению требований, предъявляемых к проспекту эмиссии и к ежеквартальному отчету эмитента и введению понятия финансового консультанта как дополнительного гаранта раскрытия информации при подготовке эмитентом проспекта эмиссии ценных бумаг. Помимо этого, поправки уточнили полномочия ФКЦБ; дали более полное определение понятия «облигация» и усовершенствовали регулирование и обращение облигаций с обеспечением; ввели новую ценную бумагу — опцион эмитента; расширили список организационно-правовых форм фондовых бирж, установив, что юридическое лицо может осуществлять деятельность фондовой биржи, если оно является некоммерческим партнерством или акционерным обществом¹. Как видим, хотя заметна явная тяга к совершенствованию изначально очень слабого закона по рассматриваемому вопросу, поправки ясности не добавили.

¹ Коммерсантъ-дейли. 2002. № 166/П. 16 сент.

Подробно упомянутые выше ценные бумаги мы рассмотрим далее, каждую отдельно, а пока ограничимся их краткими определениями.

Облигация удостоверяет внесение ее владельцем денежных средств на сумму, указанную в облигации. Владелец облигации наделяется правом в установленный срок получить номинальную стоимость облигации и фиксированный процент, если иное не установлено условиями выпуска. Кроме того, существуют и другие виды облигаций — выигрышные, дисконтные (в которых процент не начисляется, поскольку они сразу продаются по цене ниже номинала), целевых займов (дающие право на приобретение неких товаров или услуг) и т.п.

Выпускать облигации могут как частные предприятия (юридические лица), так и органы власти — муниципальные или федеральные. Поэтому, говоря об облигациях, разумно упоминать, какие именно из них имеются в виду.

Вексель удостоверяет ничем не обусловленное обязательство векселедателя либо иного указанного в нем плательщика выплатить векселедержателю по наступлении предусмотренного срока обусловленную сумму.

Чек — распоряжение чекодателя банку произвести платеж указанной суммы чекодержателю или его приказу (лицу, которому посредством соответствующей надписи чек передан первым чекодержателем).

Депозитный сертификат удостоверяет, что юридическое лицо сдало на хранение банку денежные средства. *Сберегательный сертификат* делает то же самое в отношении физического лица.

Коносамент является товарораспорядительным документом, которым оформляется морская перевозка груза. Коносамент удостоверяет право его держателя получить у морского перевозчика указанный в коносаменте груз и распоряжаться им.

Акция подтверждает право акционера участвовать в управлении обществом (если она не привилегированная), в распределении прибыли, получении доли имущества пропорционально вкладу акционера в уставный капитал в случае ликвидации общества.

Из *приватизационных* ценных бумаг в России пока существовал только приватизационный чек (прозванный в народе «ваучером»), предназначенный для бесплатной передачи гражданам имущества, акций и долей объектов приватизации.

Кроме того, дополнительными нормативными актами введено понятие еще некоторых ценных бумаг. Таковыми, к примеру, считаются *складские свидетельства, двойные складские свидетельства и залоговые свидетельства* (их еще именуют *варрантами*, но данный термин в литературе, посвященной ценным бумагам, зачастую описывает совершенно разные инструменты, а потому представляется неудачным). Функции, выполняемые этими документами, ясны уже из их названия. Первые сделки по этим ценным бумагам — одна по двойному складскому свидетельству на 84 тыс. руб. и две на залоговые свидетельства на 60,2 тыс. руб. были заключены 23 октября 2002 г. на Московской фондовой бирже. Обеспечением по каждому контракту выступали 60 т мягкой пшеницы 4-го класса. Интересно, что данные операции были осуществлены в тот момент, когда закон о складских свидетельствах еще не был принят, а находился на согласовании в Совете Федерации. Впрочем, и сам проект закона, по мнению ряда участников рынка, страдает серьезными недостатками и нуждается в корректировке¹.

В октябре 2005 г. в Министерстве юстиции Российской Федерации зарегистрирована еще одна специфическая ценная бумага, которая под общим названием включает в себя ряд разновидностей ценных бумаг, упомянутых в Гражданском кодексе РФ. Это — *ипотечные ценные бумаги*. Они делятся на два вида: долговые (облигации с ипотечным покрытием) и долевые (ипотечные сертификаты участия). Облигации эмитируются банком либо ипотечным агентом. Сертификаты участия выпускаются банком или управляющей компанией и являются именными ценными бумагами, удостоверяющими долю их владельцев в праве общей собственности на ипотечное покрытие. Сам этот инструмент получил развитие до того, как появилась соответствующая нормативная база — по данным Ассоциации российских банков, уже к концу 2004 г. совокупный портфель ипотечных кредитов (с учетом некредитных организаций) превысил 1 млрд долл. США².

Первый выпуск облигаций с ипотечным покрытием был размещен 10 ноября 2006 г. Эти бумаги были эмитированы одной из дочерних структур Газпромбанка — «ИСО ГПБ-Ипотека». Объем займа составил 3 млрд руб. по номиналу, срок

¹ Коммерсантъ-дейли. 2002. № 194. 24 окт.

² Там же. № 160/П. 29 авг.

обращения — 30 лет. Организатором займа выступил Газпромбанк. Купонная ставка в 8% годовых, как и цена размещения в 115% от номинала на весь срок обращения, определены заранее. В результате было привлечено 3,45 млрд руб. Компания «ИСО ГПБ-Ипотека» была создана специально для эмиссии ипотечных бумаг. 100% ее голосующих акций, или 75% ее уставного капитала, принадлежит голландскому фонду Stichting GPB-Mortgage. Остальные 15% акций (все привилегированные) принадлежат АКБ «Совфинтрейд», контролируемых Газпромом и Газпромбанком. Ипотечное покрытие, обеспечивающее обязательства по облигациям, сформировано портфелем рублевых залладных, приобретенных у КБ «Совфинтрейд». Облигации размещались по закрытой подписке, и их единственным покупателем выступил ООО «Коммерц Инвестментс». И хотя Газпромбанк отрицает этот факт, скорее всего, он через сеть дочерних зависимых структур владеет этой компанией. Трудно сказать, смогли бы данные бумаги привлечь независимых покупателей — займ имеет сложную структуру, а инвесторы не получили информации ни о числе траншей, ни о валюте ипотечных кредитов, они не смогли ознакомиться с описанием залладных¹.

24 мая 2007 г. на ММВБ были впервые размещены российские ипотечные ценные бумаги, обеспеченные пулом залладных по кредитам. Эмитентом нового типа облигаций выступило ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК» — стопроцентное дочернее предприятие Агентства по ипотечному и жилищному кредитованию (АИЖК). Федеральная служба по финансовым рынкам 19 апреля 2007 г. зарегистрировала три субординированных выпуска ипотечных ценных бумаг в форме жилищных облигаций с ипотечным покрытием. Объем транша класса «А» составил 2,9 млрд руб., при этом спрос превысил предложение в 2,8 раза. Заявки на ставку купона подавались инвесторами в диапазоне от 6,4 до 7,25%, в итоге величина купона была определена на уровне 6,94% годовых, что соответствует доходности к погашению 7,12% годовых. Объем транша «Б» — 264 млн руб., он предназначен для выкупа ЕБРР и АИЖК. Объем транша «В» — 130,794 млн руб., он предназначен для выкупа АИЖК. Срок погашения облигаций — 15 февраля 2039 г. К недостаткам данных бумаг, помимо весьма невысокой доходности, можно отнести и то, что по бумагам с заявленным сроком обращения в

¹ Коммерсантъ-дейли. 2006. № 211/П. 11 нояб.

30 лет не определен график поступления средств от погашения закладных. При этом накануне размещения эмитент заявил, что срок обращения облигаций составит около 3,5 лет (хотя формально обращаться они могут много дольше, именно через этот срок их планируется выкупить). В результате такого противоречия бухгалтерии и риск-менеджмент банков не могут прийти к однозначному выводу о том, как производить оценку и учет этих бумаг¹.

Помимо упомянутых в ГК РФ, под ценными бумагами повсеместно понимаются также и производные ценные бумаги, или срочные контракты, — опционы и фьючерсы. Хотя эти своеобразные инструменты и стоят несколько особняком, рассмотрение без них рынка ценных бумаг, как экономической, а не юридической категории, было бы неполным.

В целом же видно, что в основном ценные бумаги оформляют собой либо отношения собственности, разбитой на доли в виде акционерного капитала, либо те или иные формы займа. Поэтому основное деление ценных бумаг — это деление на *долевые* (к которым относятся только акции) и *долговые* (к которым относятся все прочие, если трактовать понятие долга достаточно широко).

Как уже было показано на примере облигаций, ценные бумаги могут быть разделены на категории и в зависимости от их *эмитентов* (лиц, выпустивших ценные бумаги). Наиболее крупное деление — бумаги государственные и негосударственные. И здесь акции стоят особняком, поскольку акции всегда носят частный характер, даже если выпускаются государственным предприятием. Акции — как бы символ капитализма как базирующегося на предпринимательской частной собственности экономического строя вообще. Иногда отдельно выделяют *муниципальные бумаги*. В федеративных государствах добавляется деление на ценные бумаги субъектов федерации и федеральных органов власти. Но в любом случае главное различие — выпущены ценные бумаги от лица структуры, представляющей общественную или частную форму собственности.

Делятся ценные бумаги и в зависимости от того, как осуществляются права их владельцев. Если для осуществления этих прав любому лицу достаточно просто предъявить ценную бумагу, она называется *предъявительской*, а если в бумаге (или иных

¹ Коммерсантъ-дейли. 2007. № 88. 24 мая.

документах, обслуживающих ее обращение) упомянут ее владелец, она называется *именной*. Существуют также *ордерные* бумаги — те, в которых владелец может передать ценную бумагу простым вручением, без специальной регистрации, но для этого он должен сделать на этой бумаге соответствующую надпись, такую передачу подтверждающую.

Ценные бумаги подразделяют и по срокам обращения — на кратко-, средне- и долгосрочные. Понятие сроков весьма расплывчато. Как правило, краткосрочными считаются бумаги со сроком обращения до года, среднесрочными — до пяти лет и долгосрочными — свыше пяти лет. В кризисной России долгосрочными считались и бумаги со сроком обращения год и более, а после обвала финансового рынка 17 августа 1998 г. Банк России предпринял попытку эмитировать и «сверхкраткосрочные» бумаги (со сроком обращения до двух недель). Можно даже сказать, что существуют и бессрочные бумаги — акции (кстати, в дореволюционной России были и бессрочные облигации с фиксированным процентом. Привлеченные по ним средства шли на благотворительные цели). На базе сроков привлечения средств с помощью ценных бумаг М.Ю. Алексеев даже делит рынок ценных бумаг на денежный рынок (ресурсы привлекаются до одного года) и рынок капиталов (более одного года). Но, конечно, в каждом конкретном случае роль сроков и целей выпуска при определении того, к какому рынку относится ценная бумага, будет различна.

В последнее время, с развитием компьютерных технологий, появилось еще одно деление ценных бумаг — на *документарные* (т.е. существующие в традиционной форме — на бумажном носителе) и *бездокументарные* (существующие в форме записей по счетам, в том числе и в электронной форме).

Безусловно, разделение ценных бумаг на группы можно продолжать.

2. ПОНЯТИЕ РЫНКОВ ЦЕННЫХ БУМАГ

Очертив в целом круг того, что в дальнейшем будем понимать под ценными бумагами, естественным образом переходим к определению понятия «рынок ценных бумаг».

Как уже отмечалось, с общеэкономической точки зрения рынок ценных бумаг, наряду с рынком банковских кредитов, составляет финансовый рынок. Вместе с тем совершенно очевидно, что такие ценные бумаги, как вексель или облигация, обслуживают кредитные отношения, и векселя в том числе могут выступать, и в современной России активно выступают, и как средство оформления банковского кредита.

Широкое определение этого рынка дает Я.М. Миркин, рассматривая его как рынок, на котором обращается специфический товар — ценные бумаги.

Вместе с тем это определение в принципе позволяет «вынести за скобки» рассмотрение таких обеспечивающих функционирование рынка механизмов, как консалтинг и реклама, законодательное обеспечение и мошенничества с ценными бумагами — т.е. все то, что занимает большую часть времени специалиста, работающего на рынке. Причина в том, что объективные механизмы функционирования рынка как такового меняются несравненно реже, чем разного рода субъективные частности, оказывающие влияние на функционирование этих механизмов (так, сила пороховых газов, обеспечивающая полет пули, значительно превосходит силу воздействия на нее факторов окружающей среды, таких, как ветер, влажность, давление, однако учет именно этих менее сильно действующих факторов позволяет стрелку поразить цель).

Таким образом, рынок ценных бумаг можно определить как *рынок, на котором происходит обращение ценных бумаг, а также институты и явления, обеспечивающие его функционирование и оказывающие на него воздействие.*

Определение рынка ценных бумаг нужно не само по себе, а для того, чтобы иметь возможность определить его важнейшие части. При этом деление рынка на виды имеет куда более важное практическое значение, чем аналогичное деление, уже осу-

шественное в книге ранее для ценных бумаг. В первую очередь это деление на первичный и вторичный рынки.

Важность такого деления заключается как в его чисто бюрократическом значении (вопросы налогообложения и регулирования), так и для организации деятельности, так как принципы функционирования первичного и вторичного рынков ценных бумаг существенно различаются.

Первичный рынок ценных бумаг — рынок, на котором распространяются только что выпущенные ценные бумаги, рынок, где они обретают своих первых владельцев. При этом совершенно не важно, впервые выпускает эмитент ценные бумаги или это уже вторая, третья эмиссия и т.д.

Кстати, в Законе «О рынке ценных бумаг» не содержится такого понятия, как «первичный рынок», а употребляется только «размещение ценных бумаг» как «отчуждение эмиссионных ценных бумаг эмитентом первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок».

Вторичный рынок ценных бумаг — рынок, на котором обращаются ранее размещенные на первичном рынке ценные бумаги.

Сразу возникает вопрос о взаимосвязи этих двух рынков. Логично предположить, что возможность обращения на первичном рынке характерна для бумаг, размещаемых сериями. Действительно, сама по себе процедура перехода векселя от векселедателя к первому векселедержателю и от него — ко второму не различаются. А при выпуске, например, акций эмитент регистрирует проспект эмиссии, выпускает акции. Предлагает их на рынке и только по результатам размещения выпуск признается состоявшимся.

Для депозитных и сберегательных сертификатов характерна определенная двойственность. С одной стороны, и при переходе сертификатов от банка к первому владельцу, и при их дальнейшем обращении происходит непосредственная передача денег, с другой — сертификаты выпускаются сериями и оформляются упрощенным проспектом эмиссии.

Наиболее удачным, как представляется, было бы следующее определение: на первичном рынке обращаются бумаги, возникновение прав по которым наступает до момента заключения сделок с этими бумагами.

Итак, мы пришли к выводу, что некоторые ценные бумаги, по своей сущности, не обращаются на первичном рынке ценных бумаг, а только на вторичном. В принципе можно себе

представить ценные бумаги, обращение которых происходит только на первичном рынке, — это могут быть, например, облигации, дальнейшая продажа которых запрещена условиями эмиссии. Однако такое запрещение не будет неотъемлемым атрибутом данного вида ценных бумаг, а, скорее, игрой ума эмитента. Поэтому мы не ошибемся, если скажем, что на вторичном рынке ценных бумаг обращаются все их виды, если только для отдельных эмиссий это не запрещено законом или эмитентом.

Доля и роль первичного и вторичного рынков ценных бумаг может меняться в зависимости от конкретных условий. В странах с устоявшимися рынками вторичный рынок важнее и активнее. В России в 1993—1996 гг. более существенную роль играл первичный рынок ценных бумаг. Это было вполне естественно — происходило первичное распределение собственности. В дальнейшем доля первичного рынка сокращалась, а вторичного — возрастала, поскольку от распределения собственности страна плавно перешла к ее перераспределению. В зависимости от этого менялась и организация государственного контроля — сначала был отлажен механизм контроля за эмиссионной деятельностью субъектов экономики, и только потом перешли к построению механизма контроля за вторичным рынком.

С особенностями организации деятельности первичных и вторичных рынков ценных бумаг более подробно ознакомимся, рассматривая отдельные ценные бумаги. А сейчас остановимся на других возможных классификациях видов рынков ценных бумаг.

В экономической печати, в том числе периодической, часто встречаются такие термины, как «международный» и «национальный» рынки ценных бумаг, в российской прессе также часто пишут о «региональных» рынках ценных бумаг. Это деление не столько по территориальному признаку (ибо ценные бумаги — это не недвижимость и, как все капиталы, склонны к периодическим перемещениям в пространстве), сколько по масштабу и значимости тех или иных рынков. Наиболее конкретно понятие национального рынка ценных бумаг, поскольку им характеризуется совокупность эмитируемых и обращающихся в данной стране ценных бумаг, и в первую очередь нормативная база, регулирующая данное обращение.

С международным рынком несколько сложнее, поскольку, хотя и существует ряд межгосударственных соглашений, регулирующих взаимоотношения в данной сфере (например, Женев-

ская вексельная Конвенция 1930 г. о единообразном вексельном законе), всякая отдельная сделка с ценной бумагой происходит в рамках национального законодательства конкретной страны. Мало того, даже влияние на общемировую конъюнктуру фондового рынка оказывают именно финансовые центры отдельных стран — Нью-Йоркская, Токийская, Лондонская биржи и т.д. С другой стороны, все эти рынки действительно тесно взаимосвязаны, и колебания на одной из бирж обязательно отражаются на других. Наличие и все большее развитие транснациональных корпораций, формирование мирового финансового рынка — все это позволяет утверждать, что международный рынок ценных бумаг является реальностью, хотя, возможно, и несколько абстрактной.

Одновременно международный рынок похож на силы ООН. Сама ООН, как известно, не обладает вооруженными силами, их под ее знамя выделяют за определенную плату армии государств — членов этой организации. Солдаты таких формирований находятся под командованием своих офицеров и подчиняются уставам своих армий. Так и международный рынок ценных бумаг: его составляющие делегируются национальными рынками и функционируют на базе национальных законов, оказывая одновременно влияние на мировую экономику в целом.

Гораздо сложнее говорить о региональных рынках ценных бумаг. В принципе могут существовать чисто национальные рынки ценных бумаг — какие-то бумаги государство может запретить приобретать нерезидентам, воспретить их вывоз, в общем, так или иначе ограничить. С другой стороны, такие инструменты, как еврооблигации, предназначены для международного рынка. Для регионального рынка подобный пример привести трудно. В России существует множество бумаг, предназначенных для использования внутри того или иного региона, — как правило, это муниципальные бумаги, которые используются для погашения задолженности перед местными бюджетами. Однако их «регионализм» связан, как правило, только с отсутствием интереса к данным бумагам у инвесторов из других регионов. Наиболее удачные из таких бумаг выходят на национальный и даже международный уровень — характерным примером могут служить займы московского Правительства.

Из изложенного можно сделать вывод о том, что деление на региональный, национальный и международный рынки ценных бумаг происходит прежде всего исходя из качества ценных бу-

маг и объема задействованных денежных средств. Как правило, никто за пределами ближайших окрестностей не заинтересуется займом городской администрации на строительство нового моста через реку Переплюйку. Местный займ на реконструкцию перспективного завода может привлечь и инвесторов из других регионов страны, а сообщение о займе на разработку вновь найденного нефтяного месторождения почти наверняка заинтересует и иностранных инвесторов. Такую же цепочку можно выстроить и для национального рынка.

Следует также отметить, что, поскольку акционерными обществами открытого типа редко бывают незначительные предприятия, акции, как правило, обращаются на национальном, а не региональном рынке. Кроме того, мелкие предприятия не имеют возможности прибегать для займов к эмиссии облигаций. Им приходится ограничиваться векселями или брать банковские кредиты. С другой стороны, для того чтобы акции переросли национальные рамки и вышли на международный рынок, они должны быть эмитированы могущественной компанией.

Итак, на региональных рынках, как правило, обращаются в основном муниципальные бумаги, эмитированные для решения внутренних задач региона и не приносящие существенного денежного дохода (разного рода налоговые освобождения и установление дружеских контактов с администрацией здесь не учитываются). Бумаги крупных территориально-административных образований могут переходить на национальный и на международный уровень. На национальном уровне обращаются в основном акции компаний и государственные ценные бумаги. Государственные ценные бумаги наиболее значительных государств оказывают влияние и на международный рынок. На международном рынке обращаются, помимо перечисленных далее, также специально выпущенные государственные займы и акции крупнейших транснациональных корпораций.

Иногда рынки ценных бумаг делят также на развитые и развивающиеся. Часто развивающимися принято называть рынки экономик, находящихся в переходной стадии от государственного регулирования к свободному рынку. Однако зачастую многие из стран с подобными экономиками страдают не от избытка социализма, а от нехватки капитализма, поскольку их хозяйство во многом находится на стадии докапиталистических формаций. Это деление, как представляется, в значительной степени искусственное. Действительно, все страны с развитой экономи-

кой обладают и развитыми рынками ценных бумаг, и наоборот. Если же понимать под развитием непрерывное движение и изменение, то тогда развитым (т.е. уже завершившим свое развитие) можно считать только полностью отсутствующий рынок, поскольку любое его функционирование рано или поздно породит изменения.

Другое дело, что можно выделить крупнейшие рынки ценных бумаг, оказывающие непосредственное влияние на все прочие.

Дальнейшее деление рынков ценных бумаг можно продолжить вплоть до определения рынков конкретных бумаг, однако практического значения подобный анализ иметь уже не будет.

Роль рынков ценных бумаг для развития экономики вообще и для экономик отдельных стран является вопросом дискуссионным и далеким от окончательного разрешения. По крайней мере, представляется очевидным, что в зависимости от уровня развития национальной экономики рынки ценных бумаг играют в ней большую или меньшую роль. Профессионалы данного рынка, в том числе и в России, склонны преувеличивать его значение. Однако на самом деле даже профессиональные бизнесмены подчеркивают слабое значение рынков ценных бумаг для нашей страны.

Свое видение того, каким должен быть необходимый нашей стране рынок ценных бумаг, есть и у руководства России. Наиболее полно эти взгляды отражены в подготовленной Федеральной службой по финансовым рынкам «Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на 2005—2008 годы». Авторы Стратегии основной своей целью видят обеспечение российских предприятий, которые сегодня вынуждены в основном полагаться на собственные средства, внешними источниками инвестиций. Для этого планируется обеспечить большинству российских компаний, «ведущих цивилизованный бизнес» (правда, сама расплывчатость этой формулировки в российских условиях вызывает больше вопросов, чем дает ответов), доступ к рынку капиталов. Авторы Стратегии полагают, что в результатекратно повысится количество размещений акций отечественных компаний на российском финансовом рынке. Кроме того, должен существенно расширяться ассортимент финансовых инструментов, предоставляемых населению, промышленности, торговле и сельскому хозяйству. Также будут обеспечены конкурентные условия для проведения сделок, учета и хранения ценных бумаг. Как следствие, торговля основной

долей российских активов будет осуществляться в отечественной юрисдикции, разовьются и укрепнут институты коллективных инвестиций (при этом особое место займут консервативные фонды, ориентированные на долгосрочные вложения), сократятся потери, которые несут инвесторы от нарушения их прав и интересов.

Для достижения столь масштабных целей необходимо, по сути, полностью перестроить принципы, на которых базируются российские рынки ценных бумаг, и авторы Стратегии планируют это сделать. В частности, за участниками рынка планируется ввести пруденциальный надзор, т.е. контроль за возможностью исполнения участниками рынка своих финансовых обязательств (подход, давно практикуемый Банком России в отношении коммерческих банков). Планируется также осуществить централизацию расчетов, что формально должно перенести тяжесть рисков на инфраструктурные организации, а фактически позволит государству поставить под свой контроль организацию торгов и сконцентрировать внутри страны торговлю теми российскими ценными бумагами, которые сейчас обращаются на западных площадках. Для облегчения российским компаниям выхода на рынок в качестве эмитента авторы Стратегии считают необходимым в первую очередь повысить прозрачность самих компаний, т.е. опять-таки усилить контроль за ними. Предлагается также снять ограничения на объемы эмиссии, связанные с размерами уставного капитала или величиной обеспечения, предоставленного третьими лицами, и упростить порядок регистрации эмиссии краткосрочных облигаций, что должно снизить издержки при выпуске этого вида бумаг. Для этого планируется выделить специальный вид краткосрочных долговых ценных бумаг — коммерческие бумаги. Их предполагается выпускать в форме облигаций, не предоставляющих их владельцам иных прав, кроме права на получение номинальной стоимости и фиксированного процента от номинальной стоимости в срок не позднее девяти месяцев с даты их размещения. Для коммерческих бумаг будет отменена государственная регистрация проспекта эмиссии, выпуска облигаций и отчета об итогах выпуска. Размещение и обращение таких бумаг будет ограничено проведением торгов на фондовой бирже, которая допустила их к торговле и на которую ложатся функции контроля раскрытия соответствующей информации, а также ответственность за законность допуска данных бумаг к торгам. Однако право выпуска

2. Понятие рынков ценных бумаг

таких бумаг первоначально будут иметь только крупнейшие российские открытые акционерные общества, прошедшие процедуру листинга на бирже, т.е. структуры, которым и так легче прочих привлечь необходимые инвестиционные ресурсы.

И разумеется, планируется ужесточить требования к отчетности, которая должна будет базироваться на Международных стандартах финансовой отчетности (МСФО)¹.

Правительство России 16 февраля 2006 г. одобрило основные принципы стратегии развития фондового рынка, разработанные ФСФР. По словам главы ФСФР О. Вьюгина, стратегия имеет своей целью способствовать модернизации инфраструктуры финансового рынка, ускорению формирования системы институционального инвестирования, укреплению системы защиты прав инвесторов, что должно, в конечном счете, решить проблему ухода активов с фондового рынка России. По данным руководства ФСФР, на сегодняшний день капитализация российского фондового рынка на 70% обеспечивается иностранными пенсионными фондами и на 30 — российскими инвесторами.

Вновь на повестку дня выносятся вопросы о создании Центрального депозитария — вопрос, дискутируемый на протяжении уже многих лет и все так же далекий от разрешения.

Не удалось ФСФР добиться превращения в коллегиальный орган с передачей ему функций мегарегулятора².

Как видим, за благими пожеланиями вновь скрывается стремление усилить контролируемую роль государства, которое в своей экономической политике по-прежнему планирует опираться на произвольно им отбираемые «близкие» крупнейшие компании, для которых в обмен на деловое сотрудничество с верхушкой правящего класса создаются привилегированные условия.

¹ Коммерсантъ-дейли. 2005. № 88. 18 мая.

² Там же. 2006. № 29. 17 февр.