

Рынки и инструменты

Раз уж должны быть на свете заимодавцы и должники, а люди столь жестокосердны, что не хотят ссужать безвозмездно, то ростовщичество должно быть дозволено.

Фрэнсис Бэкон, *Опыты или наставления нравственные и политические*

Фундаментальная роль финансового рынка в современной рыночной экономике состоит в аккумуляции сбережений экономических агентов и использовании этих средств для создания нового капитала. Финансовый рынок - чрезвычайно сложная система. Рассмотренная в предыдущей главе теория заемных средств - лишь упрощенная и грубая модель, в которой отражена основная функция рынка капиталов, но не объясняется механизм его функционирования. Данная глава посвящена краткому описанию основных элементов *инвестиционного окружения* - системы, обеспечивающей аккумуляцию и перераспределение финансовых ресурсов в современной экономике. Основными элементами данной системы являются *финансовые инструменты* (финансовые активы, или ценные бумаги), *финансовые институты* (финансовые посредники) и *финансовые рынки*.

2.1. Ценные бумаги

Предметом торговли на финансовых рынках являются *ценные бумаги*. Ценная бумага - есть оформленный в соответствии с нормативно-правовыми требованиями документ, обеспечивающий его владельцу определенные *имущественные права* и тем самым обладающий *стоимостью*. Слово «бумага» в сегодняшних условиях является скорее данью истории - времени, когда все финансовые активы оформлялись в виде бумажных документов. В современной экономике, термин *ценная*

бумага в равной степени относится к любой легальной форме закрепления имущественных прав - как в виде бумажного документа, так и в виде записи (в том числе и в электронной форме) в реестре собственников или на счете-депо в специализированном учреждении - депозитарии¹. В любом случае ключевым словом является не «бумага», а «ценная», отражающая обеспеченность данного документа имущественными правами².

В общем случае, в виде ценной бумаги оформляют соглашение об обмене сегодняшней стоимости на будущую стоимость, или, что то же самое: приобретение ценной бумаги есть обмен абсолютной ликвидности (денег) на будущую покупательную способность. Как и у любого соглашения здесь всегда присутствует две стороны: *эмитент*, выпускающий ценные бумаги и *инвестор*, приобретающий за деньги связанные с ценной бумагой имущественные права.

Основным свойством, отличающим ценные бумаги, является возможность их перепродажи - перехода обеспечиваемых ими имущественных прав от одного владельца к другому.

Приведенное выше определение финансового рынка не является точным с практической точки зрения. Не все соглашения об обмене сегодняшней стоимости на будущую оформляются в виде ценных бумаг, которые могут быть предметом свободной купли-продажи. Поэтому, как правило, различают *кредитный рынок* и собственно *рынок ценных бумаг*. Кредит также представляет собой соглашение об обмене сегодняшней стоимости на будущую, но обязательства заимодавца перед кредитором не являются предметом свободной купли-продажи.

Дополнительную сложность для четкого определения структуры финансовых рынков вносит различие в *сроках* выполнения финансовых обязательств. Краткосрочные обязательства (сроком от нескольких дней до нескольких месяцев) обладают высокой ликвидностью, и в этом смысле близки по своим свойствам к деньгам. Рынки краткосрочных финансовых инструментов (собственно ценных бумаг или кредитных соглашений), как правило, объединяют понятием *денежный рынок*. В отличие от денежного рынка, *рынок капиталов* охватывает имущественные права, реализация которых осуществляется на протяжении относительно длительного промежутка времени. Упрощенное представление структуры финансовых рынков приведено на рисунке 2-1. Приведенная здесь классификация важна именно с *практической* точки зрения. В экономической теории к категории «ценная бумага» относят все виды финансовых инструментов, различая те, которые могут переходить от одного собственника к другому (*transferable securities*) и не подлежащие свободной купле-продаже (*non-transferable securities*).

На практике, в особенности в развитых рыночных экономиках, структура финансовых рынков очень сложна, а количество разновидностей ценных бумаг чрезвычайно велико. Мы коротко охарактеризуем лишь основные их виды.

¹ Приведем определение, которое дает Закон Украины «О ценных бумагах и фондовой бирже»: «Ценные бумаги - денежные документы, свидетельствующие о праве владения или отношениях заимствования, определяют взаимоотношения между лицом, которое их выпустило, и их собственником, и предполагают, как правило, выплату дохода в виде дивидендов или процентов, а также возможность передачи денежных и других прав, которые определены этими документами, другим лицам».

² Это свойство достаточно точно отражается английским термином *security* - в том смысле, что имущественные права, связанные с владением ценной бумагой, *легально закреплены (secured)*. Например, в соответствии с американским законодательством, под ценной бумагой (*security*) понимают *любую инвестицию в общее предприятие, которая произведена с целью получения прибыли*.

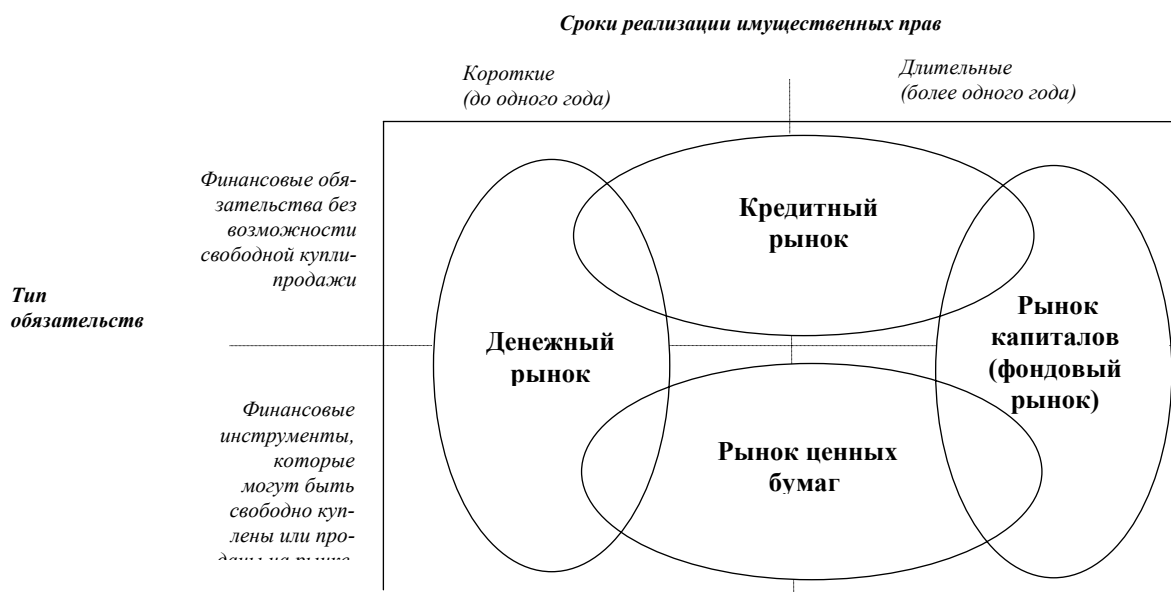


Рисунок 2-1

Структура финансовых рынков.

2.1.1. Инструменты займа

Инструменты займа (называемые еще финансовыми инструментами с фиксированным доходом³) оформляют отношения заимствования, и представляют собой обязательства эмитента ценной бумаги (выступающего в роли заемщика) выплатить ее владельцу (кредитору) фиксированные суммы денег в определенные условия выпуска моменты времени.

Основными видами ценных бумаг с фиксированным доходом являются *векселя, депозитные (сберегательные) сертификаты, и облигации.*

Векселя

Вексель представляет собой оформленный согласно соответствующим нормативным требованиям документ, согласно которому одна сторона безусловно обязана выплатить другой определенную сумму денег. Вексель происходит от обычной долговой расписки и своим возникновением обязан становлению и развитию товарных рынков и международной торговли в средние века. Развитие рыночных отношений потребовало юридического оформления отношений заимствования. Форма и атрибуты векселя, как правило, устанавливается законодательно, в соответствии с международными соглашениями (в Украине и многих других странах

³ Fixed-income securities.

вексельное законодательство основано на Едином вексельном законе, принятом Женевской вексельной конвенцией 1930 года).

Различают простой и переводной вексель. *Простой вексель* есть безусловное обязательство векселедателя выплатить векселедержателю фиксированную сумму денег. *Переводной вексель (тратта)* - это указание векселедателя (трассанта) плательщику (трассату) о выплате фиксированной суммы третьему лицу (ремитенту). Плательщик становится должником по векселю после того, как даст согласие на его оплату (*акцептует* вексель). Векселя, плательщиками по которым выступают банки, называются *финансовыми векселями*.

Облигации

Облигация - ценная бумага, оформляющая отношения заимодавца (эмитента) и кредитора (инвестора), и представляющая собой обязательство эмитента по выплате фиксированных сумм денег в оговоренные условиями выпуска моменты времени.

Выплаты по облигации состоят из основной суммы долга и *процента* - вознаграждения за использование заемных средств. Различают *купонные* и *дисконтные* облигации. Процент по купонным облигациям выплачивается в виде фиксированных платежей (купонов) с определенными условиями эмиссии периодичностью. В случае дисконтных облигаций, эмитентом выплачивается лишь основная сумма долга, (номинал облигации), а процент принимает форму скидки (дисконта) к номинальной стоимости при первичном размещении.

Облигация может свободно продаваться и покупаться, и это, в случае существования достаточно развитого рынка (достаточной степени *ликвидности*), делает ее привлекательным для инвесторов инструментом по сравнению с другими формами кредитования. В рыночной экономике облигации являются одним из важных инструментов финансирования капитала корпораций и главным средством финансирования дефицита бюджета для центрального и местных правительств.

В Украине к началу 1997 года достаточно развитым можно считать лишь рынок государственных облигаций. В мировой практике *краткосрочные* обязательства центрального правительства называют *казначейскими векселями*⁴. Мы будем следовать сложившейся в Украине традиции, называя *облигациями* как краткосрочные, так и долгосрочные обязательства правительства. Кроме обязательств центрального правительства, существуют многочисленные примеры выпуска облигаций местными органами власти (местными Советами). Общепринятое название для обязательств местных органов власти разных уровней - *муниципальные облигации (municipals)*.

Выпуск *корпоративных* облигаций в Украине на сегодня практически не развит, и этому существует несколько причин - экономическая нестабильность, пробелы в законодательном регулировании, недостаточная развитость финансовых рынков, высокие процентные ставки по государственным ценным бумагам, и другие. Если же обратиться к мировому опыту, то на большинстве национальных рынков корпоративные облигации составляют вторую по величине долю (после государственных) в общем объеме инструментов с фиксированным доходом.

⁴ *Treasury bills*, или сокращенно *T-Bills*.

Сберегательные сертификаты

Сберегательные (или депозитные) сертификаты по своему содержанию, мало чем отличаются от облигаций. Сберегательный сертификат - это ценная бумага, выпускаемая банком и свидетельствующая о праве ее владельца на получение определенной суммы в заранее оговоренный момент времени. Преимуществом сберегательного сертификата перед обычным срочным депозитом заключается в возможности перепродажи третьему лицу, либо если это оговорено условиями выпуска - досрочной продажи банку-эмитенту.

2.1.2. Права собственности

Существует два основных способа финансирования капитала фирм: выпуск *долговых обязательств* и использование *собственных средств* владельцев. Если для создания фирмы используется средства многих собственников, такое предприятие называют *корпорацией*. Корпоративная форма организации имеет ряд преимуществ по сравнению с так называемой предпринимательской фирмой, где собственником является один человек. Во-первых, объединение средств многих экономических агентов позволяет создавать масштабное производство, которое не могло бы быть профинансировано отдельным человеком. Во-вторых, корпоративная форма обеспечивает принцип *ограниченной ответственности* - когда каждый совладелец несет ответственность по обязательствам фирмы лишь в пределах тех средств, которые инвестированы им в создание корпорации. И, наконец, корпоративная форма способна обеспечивать *ликвидность* инвестиций, так как каждый совладелец может продать свою долю собственности фирмы.

Существует несколько форм корпоративной организации бизнеса. Основные из них - *общество с ограниченной ответственностью* и *акционерное общество*. Общество с ограниченной ответственностью образуется на основе собственности нескольких участников. Доля каждого из них в общем объеме капитала фирмы определяется размером его вноса. Сумма взносов всех участников образует *уставный фонд* фирмы. Отличительной особенностью общества с ограниченной ответственностью является то, что участник может продать свою долю третьим лицам лишь с согласия других участников. Тем самым, рынка для этого типа прав собственности не существует.

Уставный фонд *акционерного общества* поделен на фиксированное количество равных долей, называемых *акциями*. Украинское законодательство (Закон «О хозяйственных обществах») выделяет два типа акционерных обществ - *закрытое* и *открытое* акционерное общество. По сути, закрытое акционерное общество мало чем отличается от общества с ограниченной ответственностью - как и в последнем случае, возможность беспрепятственного распоряжения (свободной купли-продажи) в случае закрытого акционерного общества отсутствует.

Акционер *открытого акционерного общества* имеет право свободного распоряжения своей долей собственности. В рамках данной книги, говоря «акции» мы везде будем подразумевать акции открытых акционерных обществ.

Итак, документ, который свидетельствует о праве собственности на часть имущества фирмы, называется *акцией*⁵.

Простые акции

Простая акция, помимо свидетельства о праве собственности на часть капитала корпорации и права на получение части прибыли фирмы, дает право на участие в *управлении* корпорацией. Высшим органом управления акционерного общества является собрание акционеров, решение которого принимается на основе голосования, причем каждый акционер владеет количеством голосов, пропорциональным количеству находящихся в его собственности акций.

В акционерных обществах с большим количеством акционеров, собственники, как правило, не принимают участия в оперативном управлении фирмой, а выбирают для этой цели исполнительный орган - совет директоров (директора).

Решение об объеме прибыли предприятия, направляемом на выплату дохода акционерам, также принимает собрание акционеров. Доход, называемый *дивидендом*, выплачивается каждому акционеру пропорционально количеству акций, которыми он владеет.

Для больших акционерных обществ, количество акционеров в которых составляет несколько тысяч (иногда десятков и даже сотен тысяч), проведение общего собрания акционеров практически невозможно, Законодательством многих стран предусмотрено два основных варианта решения этой проблемы. Первый - *заочное собрание*, когда совет директоров рассылает акционерам вместе с отчетом о деятельности корпорации, повестку дня будущего собрания с перечнем вопросов, которые выносятся на голосование. Второй - *передача голосов* акционеров ограниченному числу представителей.

2.1.3. Гибридные инструменты

Существует несколько разновидностей ценных бумаг, которые объединяют свойства инструментов займа и прав собственности. Это, прежде всего, - привилегированные акции и конвертируемые облигации.

Привилегированные акции

Привилегированная акция, как и простая - есть свидетельство о праве собственности на часть капитала фирмы, но не дает ее владельцу права на участие в управлении. Владельцы привилегированных акций обладают первоочередным правом на получение части прибыли в виде дивидендов, причем размер или, по крайней мере, минимальная величина последних, может быть заранее объявлена.

⁵ Снова обратимся к Закону Украины «О ценных бумагах и фондовой бирже»: «Акция - ценная бумага без установленного срока обращения, которая свидетельствует о паевом участии в уставном фонде акционерного общества, подтверждает членство в акционерном обществе и право на участие в управлении им, дает право ее владельцу на получение части прибыли в виде дивидендов, а также на участие в распределении имущества при ликвидации акционерного общества».

В последнем случае привилегированная акция близка по свойствам к облигации без установленного срока обращения.

Конвертируемые облигации

Конвертируемые облигации - особый вид корпоративных облигаций, которые обеспечивают их владельцу (кредитору) право на получение (в счет погашения долговых обязательств) акций данной корпорации. Это свойство конвертируемой облигации придает ей черты не только инструмента заимствования, но и инструмента собственности. Условия конвертации облигаций в акции определяются в каждом конкретном случае условиями эмиссии этих облигаций.

2.1.4. Производные ценные бумаги

Производными ценными бумагами принято называть соглашения, права и обязательства по которым связаны с некоторым реальным или финансовым активом, который называют *базовым*. Производные ценные бумаги - это, как правило, сделки по приобретению-продаже с отсроченным временем выполнения (сделки *на срок*). Основная причина существования производных финансовых инструментов - будущая неопределенность, и предназначены они, прежде всего, для целей страхования рисков, связанных с непредвиденным колебанием цен на рынках. Основными видами производных ценных бумаг являются форвардные (фьючерсные) контракты и опционы.

Форвардные контракты

Форвардный контракт есть соглашение, в соответствии с которым одна сторона обязуется купить, а другая - продать фиксированное количество некоторого *базового актива* по заранее оговоренной цене в определенный контрактном будущий момент времени. Фактически, к форвардным контрактам относятся любые соглашения, выполнение которых происходит с некоторой отсрочкой. Например, соглашение об аренде квартиры или приобретение товаров по каталогу можно считать форвардным контрактом.

Наиболее распространены форвардные контракты на приобретение (продажу) валюты, реальных активов (прежде всего, сельскохозяйственных и сырьевых товаров), ценных бумаг.

Условия форвардного контракта (сроки поставки, объем, требование к качеству, цена, и т.д.) определяются исключительно соглашением сторон. Основным недостатком здесь является, во-первых, отсутствие ликвидности, то есть невозможность перепродажи своих прав по контракту третьему лицу, во-вторых, *риск* невыполнения одной из сторон своих обязательств по соглашению. Этим недостатком во многом лишен еще один вариант срочной сделки - фьючерсный контракт.

Фьючерсные контракты

Определение фьючерсного контракта практически идентично тому, которое мы дали форвардному соглашению. Отличием является *стандартизация* всех пара-

метров фьючерсного контракта. Торговля фьючерсными контрактами ведется на *организованных площадках*, а гарантом выполнения соглашения выступает специальная организация-посредник, называемая *клиринговой палатой*.

Возникновение фьючерсных рынков относится к первой половине 19-го века, а базовым активом первых фьючерсных соглашений была сельскохозяйственная продукция.

В наши дни распространены как фьючерсные контракты по реальным активам (это, прежде всего, как и в отношении форвардов, - сельскохозяйственная и сырьевая продукция), так и *финансовые фьючерсы* - по валюте, государственным облигациям (фьючерсы по процентным ставкам), портфелю ценных бумаг (фьючерсы по фондовым индексам) и другие.

Опционы

Опцион - еще одна разновидность сделки на срок, в соответствии с условиями которой, одна сторона (*продавец* опциона), *обязуется* по требованию покупателя продать или купить базовый актив по заранее определенной цене в оговоренный момент времени. Покупатель опциона имеет *право выбора* - выполнить соглашение или нет. Так как весь риск изменения цены ложится на продавца, покупатель платит ему за получение этого права вознаграждение, называемое *премией*. Таким образом, опцион выполняется (базовый актив продается или покупается) *при условии*, что это выгодно покупателю (владельцу) опциона.

Наибольшее распространение на мировых рынках получили опционы на акции, процентные ставки (государственные облигации), фондовые индексы, валюту.

В Украине сколько-нибудь заметные рынки опционов практически отсутствуют. Известна, например, попытка организации торговли опционными контрактами по валюте на Украинской фондовой бирже, завершившаяся, впрочем, неудачно.

Варранты

Варрант (от англ. *warrant* - право, полномочие) - представляет собой опционный контракт на приобретение акций, продавцом которого выступает сама корпорация, акции которой выступают в качестве базового актива. Выпуск варрантов часто предшествует новой эмиссии акций компании. В мировой практике варранты крупных корпораций являются предметом торговли на биржах.

Ценные бумаги со свойствами опционов

Многие ценные бумаги обладают свойствами, которые делают их сходными по инвестиционным характеристикам с опционами. Подобные финансовые инструменты объединены понятием *условных требований*⁶.

Например, свойствами условных требований обладают конвертируемые облигации, облигации с правом досрочного выкупа, облигации с плавающим процентом, варранты, и многие другие ценные бумаги. Это, в частности, обуславливает исключительную важность теории оценки опционов для финансовой теории в целом.

⁶ Contingent claims.

2.2. Финансовые посредники

Финансовые посредники - неотъемлемая часть современной финансовой системы, и важнейшая составляющая развитой рыночной экономики. Финансовые институты, или финансовые посредники представляют собой организации, основным предметом деятельности которых является торговля финансовыми инструментами. Если посмотреть на баланс любого финансового института - то доля материальных активов в нем будет очень мала: и в правой, и в левой части баланса мы найдем почти исключительно «бумаги»: *финансовые активы и финансовые обязательства*.

Деятельность финансового института по существу сводится к продаже собственных финансовых обязательств и приобретению финансовых обязательств других эмитентов, а ключевым признаком, отличающим финансовый институт от любой другой организации, является то, что его активы - почти исключительно состоят из финансовых инструментов.

Интересно следующее наблюдение. Национальное богатство любой страны - это совокупность имеющихся у нее природных ресурсов, запаса произведенных благ, чистых зарубежных активов и нематериальных активов, куда относится уровень образования населения, развитость и устойчивость политической системы, и так далее. Национальное богатство можно разделить на находящееся в собственности государства и пребывающее в частном владении. Но богатство отдельных людей, как правило, включает очень мало объектов, которые являются составными национального богатства. Человек может быть богат, не владея вовсе никакими материальными или нематериальными активами - его богатство может состоять опять же из «бумаг» - бумажных денег, банковских депозитов, ценных бумаг - то есть всего, что мы называем *финансовыми активами*. Причем, чем более развита экономика, тем выше доля финансовых активов в общем объеме индивидуального богатства. Например, в Соединенных Штатах, лишь менее одной четвертой богатства домашних хозяйств имеют материальную форму, остальные три четверти - различного рода финансовые активы.

Эти активы в большей части (если исключить бумажные деньги, а также часть государственного долга и бумаг предприятий-производителей, которыми домашние хозяйства владеют непосредственно) - *созданы* финансовыми посредниками - банками, страховыми компаниями, пенсионными фондами, инвестиционными компаниями и другими.

Какова роль и функции финансовых посредников в рыночной экономике? Естественно, что одной из важнейших функций, которая выполняется *банками* - это обеспечение системы расчетов по операциям экономических агентов, способствующая повышению эффективности функционирования экономической системы в целом. Но этим значение финансовых посредников не исчерпывается.

2.2.1. Функции финансовых посредников

Фундаментальными функциями финансовых институтов можно считать следующие: повышение эффективности распределения ресурсов во времени, аккумуляция сбережений и снижение тем самым издержек финансирования капитала, пе-

перераспределение риска, обеспечение равновесия на рынке финансовых ресурсов посредством согласования *спроса* на краткосрочные активы и *предложения* долгосрочных обязательств, и, наконец, трансформация низколиквидных реальных активов в высоколиквидные финансовые обязательства.

Распределение ресурсов во времени

Вспомним рассмотренную в 1-й главе модель межвременного выбора Ирвинга Фишера. В отсутствие финансового рынка возможности человека по перераспределению своих доходов между текущим и будущим потреблением ограничены, причем эти ограничения характеризуются в общем случае свойством убывающей предельной отдачи: чем больше благ индивид желает потребить в будущем, тем больших удельных затрат это требует сегодня. И наоборот, каждая дополнительная единица сегодняшнего потребления требует все больших затрат в будущем (рисунок 2-2). Это проявление всеобщего закона *убывающей предельной производительности*.

Если же существует рынок, на котором по определенной цене (в роли цены здесь выступает *процент*) осуществляется обмен сегодняшней стоимости на будущую - это позволяет улучшить благосостояние всех участников рынка и тем самым повысить *эффективность* экономической системы в целом. Этот результат объясняется теми же причинами, по которым повышает эффективность любая свободная торговля: существование рынка расширяет возможности экономических агентов по выбору между различными комбинациями благ. А существование финансовых посредников позволяет сделать этот рынок глобальным и эффективно функционирующим.

Аккумуляция сбережений

Финансовые институты позволяют разрешить объективно существующее противоречие между небольшими (в среднем) размерами сбережений домашних хозяйств и потребностями производителей в больших объемах инвестиций. Прямое привлечение средств мелких инвесторов фирмам, как правило, невыгодно, так как связано со значительными издержками. Финансовые посредники, аккумулируя мелкие сбережения, в значительной степени повышают эффективность инвестиционного процесса.

Перераспределение риска

Не менее важная функция финансовых институтов - объединение и перераспределение риска в экономике. Во-первых, за счет аккумуляции больших объемов финансовых ресурсов, посредники имеют возможность снижать риск инвестиций для отдельных экономических субъектов. Во-вторых, финансовые институты имеют возможность *торговли риском*, перераспределяя риск от более несклонных к риску к менее несклонным к риску экономическим субъектам, тем самым, повышая благосостояние и одних, и других, - то есть, способствуя большей эффективности.

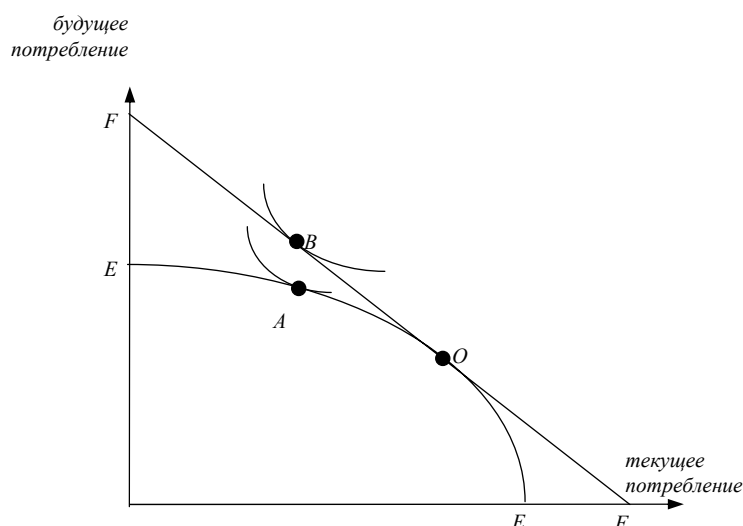


Рисунок 2-2

Эффективность финансового рынка в модели Фишера. В отсутствие финансового рынка, возможности индивида по выбору между текущим и будущим потреблением ограничены кривой EE (выпуклая форма кривой объясняется законом убывающей предельной производительности). Точка O на рисунке соответствует текущему и будущему доходу человека. Оптимальный выбор, если финансовый рынок отсутствует, — точка A . Если существует финансовый рынок, бюджетное ограничение индивида определяется линией FF , наклон которой соответствует рыночной процентной ставке. Новым оптимальным выбором будет точка B , обеспечивающая более высокий уровень благосостояния (полезности).

Согласование продолжительности активов и обязательств

В отсутствие финансовых институтов трудно преодолимым является противоречие между стремлением инвесторов к краткосрочным (более ликвидным) вложениям и потребностями производителей в привлечении финансовых ресурсов на длительные сроки для осуществления своих инвестиционных программ. Финансовые организации, аккумулируя большой объем финансовых ресурсов, даже если большинство этих обязательств являются краткосрочными, имеют возможность приобретения долгосрочных активов. Тем самым, за счет масштаба своей деятельности, посредники способствуют сокращению разрыва между спросом и предложением на рынках финансовых активов с различной продолжительностью.

Обеспечение ликвидности инвестиций

Финансовые институты своей деятельностью обеспечивают существование *ликвидных рынков* финансовых ресурсов. Повышение ликвидности объективно способствует росту объема инвестиций. Действительно, если с точки зрения инвестора сравнить инвестиции в реальные активы (здания, оборудование, и т.п.), которые объективно обладают чрезвычайно *низкой ликвидностью*, и вложения в финансовые обязательства, которые в любой момент и с минимальными издержками могут быть проданы на рынке, выбор, очевидно, будет сделан в пользу последних. Тем самым финансовые институты, поддерживая ликвидный рынок ценных бумаг, обеспечивает трансформацию неликвидных активов фирм-производителей в высоколиквидные финансовые обязательства.

2.2.2. Виды финансовых институтов

Основными видами финансовых институтов (финансовых посредников) являются банки, страховые компании, инвестиционные фонды и инвестиционные компа-

нии, пенсионные фонды, с определенными оговорками - торговцы ценными бумагами.

Банки

Ключевой особенностью банковских учреждений в отличие от других финансовых институтов, является возможность открытия депозитов до востребования (расчетных или чековых счетов). Ведение депозитных счетов в сочетании с возможностью кредитования наделяет банки уникальным свойством: банковская система «создает деньги», то есть, обладает способностью увеличивать денежную массу. Помимо деятельности по обеспечению расчетов и краткосрочному кредитованию, банки могут выступать и как сберегательные учреждения, и как инвестиционные посредники на рынке ценных бумаг.

Инвестиционные фонды и инвестиционные компании

Предметом деятельности инвестиционных фондов и инвестиционных компаний является *совместное инвестирование*, то есть объединение средств многих субъектов с целью осуществления инвестиционной деятельности. Инвестиционные фонды и компании в обмен на средства вкладчиков выпускают собственные обязательства (в Украине - инвестиционные сертификаты), свидетельствующие о праве собственности инвестора на часть чистых активов фонда⁷.

Отличием между инвестиционным фондом и инвестиционной компанией в соответствии с украинским законодательством⁸ является то, что деятельность инвестиционного фонда ограничивается эмиссией инвестиционных сертификатов, а управление активами осуществляется другим юридическим лицом - *инвестиционным управляющим* (торговцем ценными бумагами). Инвестиционная компания является торговцем ценными бумагами, который может осуществлять деятельность по совместному инвестированию путем организации собственных филиалов, называемых фондами совместного инвестирования (взаимными фондами⁹). Различают *открытые* инвестиционные фонды¹⁰, которые обязуются по требованию инвестора выкупать собственные инвестиционные сертификаты по цене, соответствующей стоимости чистых активов, и *закрытые* инвестиционные фонды¹¹, которые не несут обязательств по выкупу своих инвестиционных сертификатов, но в то же время эти сертификаты могут быть предметом свободной купли-продажи на рынке.

⁷ Стоимость чистых активов (*net asset value, NAV*) представляет собой стоимость инвестиционного портфеля фонда, и определяется как разница между суммарной стоимостью активов и суммарной стоимостью обязательств (за исключением собственно инвестиционных сертификатов).

⁸ Когда готовится эта книга, *Закон Украины* о инвестиционных фондах и инвестиционных компаниях еще не принят, и их деятельность регулируется соответствующим Положением, введенным в действие Указом Президента Украины.

⁹ «Взаимный фонд» - неудачный перевод английского термина *mutual fund*. Более точно - *фонд совместного инвестирования*.

¹⁰ *Open-end investment companies* или *open-end investment funds*. В западной практике данное понятие является практически синонимом понятия *mutual fund* или *unit trust*.

¹¹ *Closed-end investment companies*. В целом, термины «открытый» и «закрытый» в отношении инвестиционных фондов - также не совсем удачный перевод соответствующих английских понятий («open-end» и «closed-end»).

Страховые компании

Содержание деятельности страховых компаний можно выразить коротко: торговля риском. Страховая компания фактически *покупает риск* у своих клиентов, принимая на себя обязательства по частичной или полной компенсации потерь клиента при наступлении неблагоприятного для него страхового случая. Риск для абсолютного большинства людей является «антиблагом», поэтому клиент в данном случае должен *заплатить* страховой компании определенную сумму денег - страховой взнос, который может быть единовременным, или вноситься с некоторой периодичностью. Как правило, страховые компании специализируются либо на *страховании жизни* и имущества граждан, либо на *страховании коммерческих рисков*. Аккумулируя значительные средства клиентов, и стремясь к наилучшему их использованию, страховые компании одновременно являются крупными инвестиционными институтами.

Пенсионные фонды

Пенсионные фонды можно рассматривать как специфическую разновидность инвестиционных фондов. Основное содержание их деятельности - реализация *пенсионных программ*, то есть аккумуляция сбережений людей во время их активной трудовой деятельности с целью обеспечения пенсионных выплат в период, когда эта деятельность и получение связанных с ней доходов прекращается. Исторически сложилось, что в Украине, как и во многих других постсоциалистических странах, данная функция осуществляется практически исключительно государством (в Украине - Государственным пенсионным фондом). Тем не менее, логика рыночных преобразований позволяет прогнозировать в будущем возрастание роли *частных* пенсионных фондов. В развитых странах частные пенсионные фонды, управляя активами объемом десятки и даже сотни миллиардов долларов, являются крупнейшими инвесторами на рынке ценных бумаг.

Торговцы ценными бумагами

Торговцы ценными бумагами (за исключением инвестиционных компаний), строго говоря, не являются финансовыми посредниками в том смысле, как это определено выше, так как не эмитируют собственных обязательств. Их деятельность сводится к выполнению *агентских функций*, то есть, прежде всего, - посредничеству при покупке-продаже ценных бумаг.

Торговцы ценными бумагами, в соответствии с украинским законодательством, - это предприятия *исключительным* видом деятельности которых является *деятельность по выпуску и обращению ценных бумаг*. В соответствии с Законом Украины «О ценных бумагах и фондовой бирже» различают три вида такой деятельности:

- 1) *деятельность по выпуску* ценных бумаг (предоставление услуг эмитентам по проведению первичного размещения ценных бумаг);
- 2) *комиссионная деятельность* по ценным бумагам (посреднические операции с ценными бумагами, выполняемые по поручению и за счет клиентов, называемые еще *брокерской* деятельностью);

3) *коммерческая деятельность* по ценным бумагам (операции с ценными бумагами, осуществляемые торговцем за счет собственных средств, или *дилерская деятельность*).

Деятельность торговцев ценными бумагами подлежит государственному лицензированию. В настоящее время лицензирование деятельности по выпуску и обращению ценных бумаг осуществляется Государственной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку.

2.3. Финансовые рынки

Финансовые рынки в современном понимании представляют собой механизм торговли финансовыми активами, обязательными атрибутами которого являются четкие правила торговли, наличие профессиональных участников рынка и развитой рыночной инфраструктуры, обеспечивающей минимальные издержки и максимальную надежность совершения сделок.

2.3.1. Развитие финансовых рынков

Возникновение тех или иных форм торговли финансовыми обязательствами истории относят как минимум к временам Римской империи. Финансовые обязательства, которые можно считать прообразом современных ценных бумаг, существовали еще в средние века, и наиболее известный пример здесь - обязательства итальянских городов-государств. Однако практически до 17-го столетия объективная необходимость в существовании рынка для торговли ценными бумагами, практически отсутствовала: объемы выпуска тех или иных форм ценных бумаг были малы, а владельцами их было чрезвычайно ограниченное число людей.

Первый в истории значительный по объему рынок ценных бумаг возник в Амстердаме в начале 17-го столетия. Связано это было с двумя обстоятельствами. Во-первых, к этому времени широкое распространение получает практика заимствования средств правительствами западноевропейских государств, осуществляемая в виде выпуска государственных ценных бумаг. Во-вторых, появляются первые большие акционерные компании, финансируемые за счет выпуска акций (наиболее известные примеры - Английская и Голландская Ост-Индские компании, организованные в начале 17-го столетия). Потребность владельцев ценных бумаг в обеспечении их ликвидности и способствовало появлению первого в истории мирового центра торговли ценными бумагами в Амстердаме. С функционированием Амстердамской фондовой биржи в 17-18 столетиях связано появление профессиональных посредников на рынке ценных бумаг и разработка многих технологий торговли, используемых и в наши дни. Тем не менее, на протяжении длительного периода торговля ценными бумагами в Амстердаме все еще велась без каких-либо *общепринятых правил*, обеспечивающих гарантии совершения сделок и добросовестную конкуренцию.

Противоположным Амстердаму в этом отношении примером была Парижская биржа, также образованная в 17-м столетии, где с момента основания действовали *четкие правила и стандарты* совершения сделок.

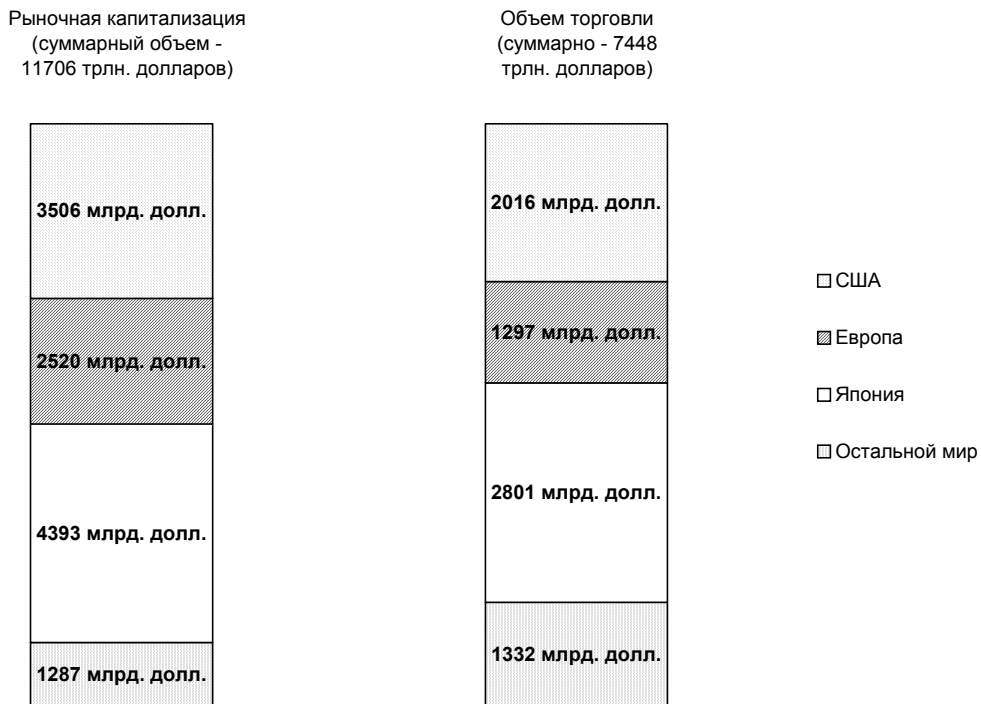


Рисунок 2-4

Организованные фондовые рынки в 1989 году

Источник: Economist 1990. Vital World Statistics

Революция во Франции и последующие Наполеоновские войны (конец 18-го - начало 19-го столетия) способствовали перемещению мирового центра торговли ценными бумагами в Лондон. Лондонская биржа во многом объединила развитые технологии Амстердама со строгими правилами Парижа и оставалась крупнейшей биржей мира практически до начала 20-го столетия.

Девятнадцатый век характеризовался бурным развитием рынка ценных бумаг во многих странах. Именно этот период происходит становление американского рынка ценных бумаг, основным центром которого на протяжении долгих лет будет Нью-йоркская фондовая биржа (New York Stock Exchange, NYSE).

Возникновение Нью-йоркской биржи относят к маю 1792 года, когда группа нью-йоркских брокеров подписала Buttonwood Agreement - договор о правилах торговли ценными бумагами, названный в честь места на Уолл-Стрит, где это историческое соглашение было подписано. Формально NYSE возникла в 1817 году, а само знаменитое здание для проведения торгов было построено только во второй половине девятнадцатого века.



Рисунок 2-3

Мировой фондовый рынок в 1910 году
(распределение ценных бумаг по национальной принадлежности владельцев).

Особенно бурным периодом развития фондовой торговли в мире слал конец 19-го - начало 20-го столетия. К 1910 году объем мирового фондового рынка оценивался в 32.6 миллиарда фунтов стерлингов (см. рис. 2-3).

Хотя зарождение торговли ценными бумагами и финансового рынка в Российской империи относится еще к временам петровских реформ, широкое развитие фондового рынка здесь началось в 60-70-х годах девятнадцатого века, и было обусловлено быстрыми темпами развития промышленности и реформами Александра II. Центром торговли ценными бумагами в России была Санкт-Петербургская биржа. В 1873 г. возникла Киевская биржа, которая на протяжении многих лет была крупным центром торговли обязательствами государства и акциями сахарных заводов¹². Прекращение функционирования фондового рынка в России связано с известными событиями 1917 года.

Первая мировая война способствовала перемещению центра торговли ценными бумагами в Нью-Йорк. Только за одно десятилетие (с момента окончания ми-

¹² Подробнее о развитии биржевой торговли в Киеве см.: *Фондовый рынок Украины*. Кер. авт. кол. В.В.Оскольский - Київ: Українська фондова біржа - вид-во «Скарбниця», 1994.

ровой войны до биржевого краха октября 1929 года) годовой объем сделок на Нью-йоркской фондовой бирже вырос на порядок и превысил 1 миллиард долларов.

Биржевой крах в октябре 1929 года, и последовавшая за ним депрессия, охватившая Соединенные Штаты и другие страны Запада, послужили основной причиной стагнации организованных финансовых рынков в 30-х годах, которая еще более усилилась в годы 2-й Мировой войны.

Новая фаза бурного развития мировых финансовых рынков началась в 50-е годы. К середине 50-х годов оборот на крупнейших мировых биржах достиг предвоенного уровня, и продолжал быстро расти.

К началу 90-х годов годовой объем торговли на фондовых рынках всего мира оценивался примерно в 7.5 *триллионов* долларов, объем рыночной капитализации корпораций, акции котировались на организованных рынках - примерно в 12 триллионов (рисунок 2-4).

Качественно новым этапом развития финансовых рынков явилось возникновение *электронной формы* торговли ценными бумагами. Первой крупной электронной торговой системой явилась организованная в 1971 году американской ассоциацией торговцев ценными бумагами система NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations system). Электронные системы торговли обладают рядом преимуществ по сравнению с классической биржевой торговлей, обеспечивая участникам рынка оперативный доступ к информации и существенно снижая операционные издержки, что, в целом, способствует повышению эффективности функционирования рынка.

2.3.2. **Первичный и вторичный рынок**

Рынки ценных бумаг подразделяются на первичный и вторичный. Первичный рынок охватывает операции по первичному размещению ценных бумаг эмитентом. Существует два основных способа первичного размещения - прямая продажа инвесторам и размещение при посредничестве финансового института, называемого *андеррайтером*¹³.

Функции андеррайтеров на развитых рынках выполняют, как правило, крупные инвестиционные банки, инвестиционные компании, брокерские фирмы, во многих странах также и коммерческие банки. Андеррайтер выкупает весь объем эмитируемых ценных бумаг или его часть с целью дальнейшего размещения среди инвесторов. Основное преимущество андеррайтинга перед прямым размещением состоит в том, что эмитент практически сразу получает необходимый ему объем финансирования. Кроме того, так как андеррайтер, как правило, является известным финансовым институтом со сложившейся и устойчивой репутацией, сам факт его участия в выпуске ценных бумаг служит для инвесторов *сигналом* о качестве и надежности эмитируемых финансовых инструментов.

Собственно технология первичного размещения может основываться на *договорных началах* - когда цена размещения устанавливается путем переговоров между эмитентом и инвестором, и в соответствии с аукционным принципом - когда цена размещения устанавливается по результатам аукциона и владельцем ценных

¹³ Underwriter.

бумаг становится инвестор, предложивший наиболее выгодные условия. Например, первичный рынок украинских облигаций внутреннего государственного займа функционирует на аукционной основе. Цена размещения определяется генеральным агентом по размещению облигаций - Национальным банком Украины на основании заявок поступивших от банков, участвующих в аукционе и исходя из требуемого объема размещения.

Возникновение и развитие первичного рынка акций в Украине связано в первую очередь с процессом массовой приватизации. Анализ технологий и развития процесса приватизации выходит за рамки данной книги. Отметим только, что первичное размещение акций приватизируемых предприятий происходит как в аукционной форме (денежных аукционов, или сертификатных - когда платежным средством выступает *приватизационные сертификаты*), так и в других формах - инвестиционных конкурсов, прямого размещения акций среди инвесторов, и других.

Вторичный рынок - есть рынок, на котором ценные бумаги могут переходить от одного инвестора к другому. Фундаментальная роль вторичного рынка состоит в обеспечении *ликвидности* ценных бумаг, что делает их приобретение более привлекательным в глазах инвесторов, обеспечивая тем самым более эффективное функционирование финансовых рынков - в особенности в отношении выполнения их основной функции - превращения сбережений в инвестиции.

Вторичный рынок подразделяют, как правило, на биржевой и внебиржевой. Биржевой рынок связан с некоторым определенным местом, где происходит торговля ценными бумагами, осуществляемая при посредничестве специально созданной для этого организации - фондовой биржи. Учредителями фондовой биржи выступают, как правило, финансовые посредники. Торги происходят по определенным данной биржей правилам, разработанным таким образом, чтобы процесс торговли происходил наиболее эффективно, выполнение сделок было бы гарантированным, и исключались возможности мошенничества и недобросовестной конкуренции. К непосредственной торговле на бирже допускаются, как правило, только члены биржи.

Старейшей фондовой биржей Украины является Украинская фондовая биржа (УФБ), основанная в 1991 году в Киеве и обладающая на сегодняшний день филиалами во всех областных центрах Украины. Кроме этого функционируют Киевская международная фондовая биржа и Донецкая фондовая биржа. Торговля ценными бумагами (прежде всего - государственными облигациями) ведется на Украинской межбанковской валютной бирже (УМВБ). Отдельными видами ценных бумаг торгуют на Киевской универсальной бирже (КУБ) и некоторых других биржах.

Внебиржевой рынок ценных бумаг может быть как организованным, так и неорганизованным. В случае неорганизованного рынка сделки заключаются непосредственно между участниками рынка, цены и условия соглашений устанавливаются путем прямых переговоров. Примером организованного внебиржевого рынка являются *электронные системы торговли*, купля-продажа ценных бумаг в которых производится при помощи компьютерных коммуникаций по определенным участниками системы правилам. Примерами внебиржевых электронных систем торговли являются американская NASDAQ, электронные системы торговли еврооблигациями. В 1996 году по аналогии с системой NASDAQ в Украине соз-

дана внебиржевая торговая система ПФТС (*Позабіржова Фондова Торгова Система*).

2.4. Государственное регулирование рынка ценных бумаг

Функционирование любого рынка в современных условиях невозможно себе представить в отрыве от *государства*. Государство определяет и контролирует *правовые основы* рыночных отношений - прежде всего, гарантируя *права собственности* и определяя базовые правила экономических отношений участников рынка. В Украине базовыми законодательными актами, которые непосредственно относятся и к сфере инвестиционной деятельности, являются, прежде всего, Конституция, Гражданский кодекс, Законы Украины «О собственности», «О хозяйственных обществах», «О предпринимательстве», «О ценных бумагах и фондовой бирже», «О государственном регулировании рынка ценных бумаг в Украине», и другие.

Мы остановимся, прежде всего, на тех вопросах государственного регулирования, которые имеют непосредственное отношение к рынку ценных бумаг. Прямо или непрямо, в той или иной форме, государство в любой стране регулирует рынок ценных бумаг. К сфере государственного регулирования рынка ценных бумаг в Украине относятся, помимо законодательного обеспечения, регулирование и определение правил выпуска и обращения ценных бумаг, регистрация новых выпусков, лицензирование профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, защита прав инвесторов, контроль за соблюдением антимонопольного законодательства, контроль системы ценообразования и деятельности профессиональных участников рынка.

Как правило, функцию регулирования рынка ценных бумаг выполняет специальный государственный орган: в Украине это Государственная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку¹⁴. Комиссия состоит из председателя и шести членов, назначаемых Президентом Украины по согласованию с парламентом на срок в семь лет. К системе данного органа относится также аппарат Комиссии и территориальные органы. К ведению Государственной комиссии относятся основные вопросы государственного регулирования рынка ценных бумаг: формирование и осуществление государственной политики в области развития рынка; контролирование выпуска и обращения ценных бумаг; регистрация новых выпусков; лицензирование профессиональной деятельности, и многие другие функции. Естественно, что к вопросам государственного регулирования финансовых рынков имеет отношение не только такой специализированный орган, которым является Государственная комиссия. Многие важнейшие вопросы функционирования рынка находятся в ведении Национального банка, Министерства финансов, Государственной налоговой администрации.

Помимо государственных органов, важную роль в отношении регулирования деятельности на рынке ценных бумаг играют так называемые *саморегулируемые*

¹⁴ Подобное название носит аналогичный государственный орган в стране с наиболее развитым финансовым рынком - США: Securities and Exchange Commission (SEC), и многих других странах.

организации участников фондового рынка (СРО). Основой для возникновения подобных организаций служит заинтересованность участников рынка в определении и контроле за соблюдением общих правил поведения на рынке, отстаивании собственных интересов, недопущении недобросовестной конкуренции, а также организация выполнения специфических функций, в которых заинтересованы многие участники рынка. Примером саморегулируемых организаций являются ассоциации торговцев ценными бумагами, фондовые биржи, специализированные торговые системы. Во многих странах государственные органы делегируют саморегулируемым организациям функции по контролю за рынком ценным бумагам. Например, в США контроль за обращением ценных бумаг на биржевом рынке делегирован Комиссией по ценным бумагам зарегистрированным фондовым биржам, контроль за обращением ценных бумаг на внебиржевом рынке передан Национальной ассоциации торговцев ценными бумагами (National Association of Securities Dealers, NASD).

Одной из важнейших целей государства является достижение наивысшего возможного общественного благосостояния. В отношении финансовых рынков, эта цель предполагает *эффективное* их функционирование. Эффективность финансовых рынков означает, прежде всего, эффективность использования финансовых ресурсов общества (сбережений) на цели инвестирования, то есть, в конечном счете - повышения производительности и экономического роста. Достижение эффективности невозможно без *конкурентности, информационной открытости*, максимального *снижения издержек* совершения операций. Поэтому именно в этих направлениях должны быть сосредоточены основные усилия государства. Именно поэтому основными целями государственного регулирования рынка ценных бумаг в Украине определены: гарантии прав собственности, защита и обеспечение равных прав участников рынка, обеспечение открытости и доступности информации относительно условий выпуска ценных бумаг, деятельности эмитентов, ценах и объемах торговли на рынке ценных бумаг, недопущение монополизма и недобросовестной конкуренции.

Налогообложение

Помимо функций нормативного регулирования, не менее важным фактором влияния государства на функционирование финансовых рынков является *налогообложение*. Налоги прямо и косвенно влияют на ценообразование на финансовом рынке, принятие инвестиционных решений, и в целом являются одним из определяющих факторов функционирования рынка. Целью государства всегда является *достижение компромисса* между фискальной функцией и общеэкономической эффективностью.

Налоговая система Украины все еще находится в стадии становления¹⁵. Основные ее характеристики в чем-то подобны, а в чем-то резко отличаются от налоговых систем других стран с рыночной экономикой (хотя даже среди развитых стран наблюдаются существенные различия в системах налогообложения). Как и в других странах, двумя основными категориями налогоплательщиков в Украине

¹⁵ Когда готовилась эта книга, парламентом Украины обсуждался представленный Кабинетом Министров пакет законопроектов в области налогообложения, связанных с принятием государственного бюджета 1997 года, которые предусматривали во многом революционные изменения в системе налогообложения, направленные на достижение экономического роста.

являются предприятия и отдельные граждане. В первом случае, основными объектами налогообложения являются добавленная стоимость (на конец 1996 года ставка налога на добавленную стоимость составляла 20%) и прибыль предприятий (ставка налога на тот же момент времени - 30%). Ставки налогообложения могут, тем не менее, различаться для разных отраслей, видов деятельности и т.п. В случае граждан, объектом налогообложения является совокупный годовой доход, а ставка налогообложения исчисляется по прогрессивной шкале (на начало 1997 года предельная ставка равнялась 40%). И те, и другие налоги оказывают непосредственное влияние на определение цен на финансовые инструменты и принятие инвестиционных решений. Важным при этом являются не только ставки и шкала налогообложения, но и особенности налогов на доходы от различных видов ценных бумаг, особенности налогообложения процентного и капитального дохода, и другие факторы. Вопросы влияния налогообложения на оценку финансовых инструментов и функционирование финансовых рынков в целом будут более подробно рассмотрены в последующих главах.

2.5. Выводы

1. Инвестиционное окружение представляет собой систему, основной функцией которой является трансформация общественных сбережений в инвестиции. Основными элементами инвестиционного окружения являются финансовые инструменты (ценные бумаги), финансовые институты (финансовые посредники) и финансовые рынки.
2. Ценные бумаги представляют собой оформленные в соответствии с законодательными требованиями документы, обеспечивающие определенные имущественные права и, следовательно, обладающие стоимостью. К основным видам ценных бумаг относят инструменты с займа (облигации, векселя, сберегательные сертификаты и т.п.), права собственности (прежде всего - акции корпораций), а также производные ценные бумаги. В финансовой теории понятия «ценная бумага» и «финансовый актив» («финансовый инструмент») рассматриваются, как правило, как синонимы. К этой категории относят также финансовые инструменты, не подлежащие свободной купле-продаже. В зависимости от вида финансовых активов различают кредитный рынок и собственно рынок ценных бумаг. В зависимости от сроков реализации имущественных прав, которые обеспечивают финансовые инструменты, различают денежный рынок и рынок капиталов, хотя указанные рынки имеют много общего и четкое разграничение сделать невозможно.
3. Финансовые институты - это предприятия, основным предметом деятельности которых является торговля финансовыми инструментами. Подавляющую часть активов финансового института составляют именно финансовые активы. Финансовые институты играют чрезвычайно важную роль в обеспечении эффективности рыночной экономики. Основными функциями финансовых институтов являются аккумуляция сбережений, распределение инвестиционных ресурсов во времени, перераспределение риска, обеспечение ликвидности инвестиций. К основным разновидностям финансовых

институтов относятся банки, инвестиционные фонды и инвестиционные компании, пенсионные фонды, страховые компании, торговцы ценными бумагами.

4. Финансовые рынки представляют собой систему, обеспечивающую процесс торговли финансовыми активами. Различают первичный и вторичный рынки ценных бумаг (рынок для первичного размещения и для перепродажи), биржевой (организованный, с фиксированным местом торговли) и внебиржевой рынки. Функционирование финансовых рынков невозможно без существования рыночной инфраструктуры - бирж и внебиржевых систем торговли, систем регистрации прав собственности и других важных элементов.
5. Основной целью государственного регулирования рынка ценных бумаг является обеспечение общеэкономической эффективности. Необходимыми условиями для этого являются государственное обеспечение прав собственности, добросовестная конкуренция, информационная открытость, существование эффективной инфраструктуры.
6. В сфере налогообложения целью государства должно являться достижение приемлемого компромисса между фискальной функцией и обеспечением эффективности функционирования рыночной системы.

Ключевые понятия

Инвестиционное окружение	Фьючерсный контракт
Ценная бумага	Опцион
Финансовый инструмент с фиксированным доходом	Финансовый институт
Облигация	Банк
Сберегательный сертификат	Страховая компания
Вексель	Пенсионный фонд
Акция	Инвестиционный фонд
Простая акция	Торговец ценными бумагами
Привилегированная акция	Первичный рынок ценных бумаг
Конвертируемая облигация	Вторичный рынок ценных бумаг
Производная ценная бумага	Фондовая биржа
Форвардный контракт	Электронная торговая система
	Саморегулируемая организация