

ГЛАВА 37^{1*}

// Сайт: Научная школа. «Евразийский мейнстрим. Русский взгляд» // [Электронный ресурс]. URL: Режим доступа: www.euroasianmainstream.ru.

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ. ФОНДОВАЯ БИРЖА

Финансовый рынок.— Рынок ценных бумаг в механизме финансирования коммерческих предприятий. — Инфраструктура и функции рынка ценных бумаг. — Долевые ценные бумаги — акции. — Долговые ценные бумаги — облигации. — Характеристика производных ценных бумаг и финансовых инструментов. — Фиктивный капитал и фондовая биржа. — Первичный и вторичный фондовый рынок. — Фондовая биржа. — Первичный и вторичный фондовый рынок

§ 1. Финансовый рынок и рынок ценных бумаг в механизме финансирования коммерческих предприятий

Финансовые рынки в широком смысле этого понятия включают в себя всю совокупность рынков, на которых обращаются финансовые инструменты. Напомним, что они подразделяются — на первичные и вторичные. К первичным относятся кредиты, займы, облигации, долевые ценные бумаги и т.д. Вторичные финансовые инструменты (производные инструменты, или деривативы) — это финансовые опционы, фьючерсы, форвардные контракты, процентные и валютные свопы.

- **Финансовый рынок (англ. financial market)** - это совокупность всех финансовых ресурсов в их движении. Он объединяет денежный рынок и рынок капиталов. Под денежным рынком понимается рынок находящихся в обращении наличных денег и обеспечивающих аналогичные функции краткосрочных платежных средств (чеков и т. п.). Рынок капиталов представляет собой рынок, на котором владельцы денежных средств продают заемщику право временного использования этих средств за обусловленное в договоре вознаграждение. Денежные средства могут предоставляться либо в виде непосредственных банковских ссуд либо в обмен на ценные бумаги.

В узком смысле под финансовыми рынками понимаются рынки ценных бумаг — акции, облигации и производные ценные бумаги (производные инструменты, или деривативы).

Под *рынком ценных бумаг* понимается совокупность сделок купли-продажи ценных бумаг. Рынок ценных бумаг опосредует кредитные отношения и отношения совладения. Как было сказано выше, денежные средства можно размещать на условиях срочности, платности, возвратности либо напрямую, на основе кредитного договора, либо посредством покупки ценных бумаг. Рынок ценных бумаг также называют фондовым.

Ценные бумаги — эффективный инструмент привлечения капитала, а значит, и решения социальных и экономических проблем. Особенностью операций

на рынке ценных бумаг является свободное обращение объектов инвестирования. Это облегчает быстрый возврат инвестированных в ценные бумаги денежных средств. Вложения в краткосрочные ценные бумаги временно свободных денежных средств предприятия не затрагивают и не нарушают процесс производства. Свободная купля-продажа ценных бумаг позволяет вкладчику гибко определить время, на которое он желает разместить свои средства в те или иные объекты. Рынок ценных бумаг дает возможность частным вкладчикам на приемлемых условиях оптимизировать свои сбережения. Инвестор, вложивший свои деньги в ценные бумаги, является кредитором, а эмитент ценных бумаг — заемщиком.

1.1. ИНФРАСТРУКТУРА И ФУНКЦИИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Важнейшую роль в функционировании рынка ценных бумаг играет его *инфраструктура*, которая способствует заключению сделок и выполняет функции информационной поддержки эмитентов, инвесторов и профессиональных посредников. Инфраструктуру рынка ценных бумаг составляют:

- 1) *организаторы торговли* — биржи и торговые системы, организующие проведение регулярных торгов по ценным бумагам;
- 2) *системы расчетов и учета прав на ценные бумаги* — клиринговые системы, регистраторы и депозитарии, обеспечивающие расчеты по заключенным сделкам, учет и перерегистрацию прав на ценные бумаги;
- 3) *посредники — дилеры и брокеры*, оказывающие инвесторам услуги по заключению сделок на рынке; информационно-аналитические системы поддержки инвестиций — информационные и рейтинговые агентства, предоставляющие инвесторам полную информацию о состоянии эмитентов.

Фондовая биржа — организованный, постоянно функционирующий рынок, на котором совершаются сделки купли-продажи ценных бумаг. Фондовые биржи чаще всего имеют акционерную форму собственности. Срок деятельности биржи не ограничен по времени. Биржи, в большинстве случаев, являются некоммерческими предприятиями. Доходы биржи формируются за счет комиссионных, взимаемых за оказанные услуги; и обязательных платежей членом биржи, предусмотренных уставом. Существуют и другие источники доходов.

Система внебиржевой торговли. Основу внебиржевого рынка составляет разветвленная телефонная и компьютерная связь, посредством которой осуществляется обмен информацией о ценных бумагах. Во внебиржевом обороте работают, как правило, профессиональные посредники. Внебиржевой оборот занимает важное место в структуре фондового рынка, так как его непосредственными участниками являются центральный банк и коммерческие банки. Центральный банк осуществляет на внебиржевом рынке операции с ценными бумагами в целях Регулирования денежного обращения и управления государственным долгом. На внебиржевом рынке обращается наибольшее количество ценных бумаг.

Регистраторы (реестродержатели) — специализированные участники рынка ценных бумаг, которые осуществляют ведение реестров акционеров по

договорам с эмитентами и регистрацию вторичных сделок с ценными бумагами. Под *реестром акционеров* понимается список владельцев именных ценных бумаг одного выпуска, составленный на определенную дату. С помощью такого списка можно идентифицировать собственников и количество принадлежащих им ценных бумаг. Реестры могут вести банки, инвестиционные институты, специализированные регистраторы. Эмитенты ценных бумаг с числом акционеров более тысячи обязаны передать ведение реестра одному из вышеперечисленных институтов.

Депозитарий предназначен для хранения ценных бумаг, а также организации их учета. Хранение ценных бумаг в депозитариях осуществляется в двух видах: наличном и электронном. Наличное хранение подразумевает хранение в специальном помещении бланков ценных бумаг, выпущенных в документарной форме, а также осуществление контроля над всеми операциями депонирования и снятия. Электронное хранение происходит в виде оформления записей по счетам, которые хранятся в компьютерах. Для электронного хранения необходим единый централизованный депозитарий, в котором учитываются все сделки с ценными бумагами, выпущенными в безналичной форме. В таком случае операции по хранению в данном депозитарии включают регистрацию ценных бумаг в компьютерной системе депозитария и сверку с данными центрального депозитария. Клиентам депозитария открывают счета «депо».

Расчетно-торговая система создает условия для организации купли-продажи ценных бумаг и обеспечивает четкую оперативную организацию расчетов между участниками рынка ценных бумаг.

Информационные агентства и сети осуществляют формационное обеспечение рынка ценных бумаг, издают бюллетени, справочники, составляют аналитические обзор и пр.

Функции рынка ценных бумаг:

- 1) участие в макроэкономическом регулировании экономики;
- 2) перераспределение собственности;
- 3) аккумулирование и перераспределение временно свободных денежных средств населения и предприятия;
- 4) трансформация сбережений в инвестиции;
- 5) насыщение денежными средствами тех отраслей экономики, которые испытывают в них недостаток.

Ценные бумаги выпускаются в документарной и бездокументарной формах. В первом случае они печатаются типографским способом на особых, бланках, с использованием специальных средств защиты от возможных подделок. Во втором случае ценные бумаги существуют в виде записей на счетах, на магнитных носителях информации. Бездокументарные ценные бумаги получили название *безналичных* или *балансовых* ценных бумаг. Кроме ценных бумаг, на рынке обращаются производные инструменты, представляющие собой контракты, дающие право купить или продать в будущем определенное количество ценных бумаг на заранее оговоренных условиях. Производные инструменты называются также — производными ценными бумагами.

Принципы классификации ценных бумаг.

По способу выплаты дохода ценные бумаги делятся на а) процентные — продаются по номиналу, содержат условие начисления процента, погашаются по цене выше номинала; б) дисконтные ценные бумаги — продаются по цене ниже номинала, не содержат условия начисления процента, погашаются по номиналу.

По экономической сущности различают:

- 1) **долевые** ценные бумаги (акции);
- 2) **долговые** ценные бумаги (облигации);
- 3) **коммерческие** ценные бумаги (векселя, депозитные сертификаты и пр.)².

1.2. ДОЛЕВЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ — АКЦИИ

Акции появились в эпоху великих географических открытий. Снаряжение морских экспедиций и крупных торговых караванов в страны Нового Света требовало значительных капиталовложений. В связи с этим купцы, судовладельцы, банкиры образовали своего рода товарищество с целью объединения своих капиталов. Внесение пая оформлялось специальным документом, удостоверяющим право собственности на свою долю в общем капитале и право на получение части прибыли в случае успеха совместного предприятия. Этот документ получил название «акция», а товарищество — «акционерное общество». Первыми в мире акционерными обществами были голландская и английская Ост-Индские компании. Со временем акция, выпущенная акционерным обществом стала, классической ценной бумагой, дающей владельцу больше прав, чем другие ценные бумаги. Такие акции называют простыми, в отличие от привилегированных акций.

Простые (обыкновенные) акции — с нефиксированным доходом, зависящим от размера чистой прибыли предприятия; удостоверяют внесение акционером средств на развитие данного общества, дают ему право на получение части прибыли в виде дивиденда и на участие в управлении акционерным обществом.

Привилегированные акции — акции с фиксированным доходом; дают их владельцам право на первоочередное получение дивиденда по фиксированной ставке, но лишают права на участие в управлении акционерным обществом.

Процентный доход, который приносят акции, называется дивидендом.

Дивиденд (*лат. dividendus* — подлежащий разделу) представляет собой часть общей суммы чистой прибыли, распределяемой между акционерами в соответствии с количеством имеющихся у них акций. Выплата дивидендов может осуществляться различными способами: наличными деньгами, продукцией корпорации, а также в форме дополнительных акций корпорации, а по периодам — поквартально, каждые полгода или раз в год.

Каждая простая акция дает акционеру один голос на участие в управлении акционерным обществом. Акционер имеет право присутствовать на собрании и

² См.: Галицкая С.В. Деньги. Кредит. Финансы: Учебное пособие / С.В. Галицкая. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Эксмо, 2008. – С. 684-693.

принимать участие в тайном голосовании. Собрание акционеров является высшим органом управления корпорации.

Акции имеют номинальную и курсовую стоимости. *Номинальная стоимость* указана на сертификате акции. *Курсовая стоимость* складывается ежедневно под влиянием спроса и предложения на рынке ценных бумаг.

По обратимости в другие ценные бумаги различают:

1) обратимые (конвертируемые) акции, которые обмениваются в соответствующих пропорциях на ценные бумаги другого вида (например, на облигации);

2) необратимые (неконвертируемые) акции, которые не обмениваются на ценные бумаги другого вида.

По способу выплаты дивидендов привилегированные акции делятся на:

1) акции с *корректируемым дивидендом*, который может изменяться с учетом изменения ставок по государственным краткосрочным облигациям или ссудного процента по банковским кредитам;

2) акции с *некорректируемым дивидендом*, размер которого не изменяется в зависимости от изменения доходности по государственным краткосрочным облигациям или ссудного процента.

Кроме этого, привилегированные акции могут быть: а) кумулятивными, гарантируя выплату ранее невыплаченных дивидендов; б) некумулятивными, не гарантируя выплату

В соответствии с вышеуказанными классификациями выделяют и соответствующие сегменты рынка ценных бумаг. Например, исходя из классификаций по экономической сущности и по эмитенту различают рынок корпоративных акций.

1.3. ДОЛГОВЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ — ОБЛИГАЦИИ

Облигация родственна векселю, и в отличие от акции, имеет срок жизни: выпускается на определенное время, после чего погашается. Поэтому у облигации есть **номинальная, курсовая и выкупная** цена (стоимость). Выкупная цена также называется ценой **погашения**. Облигация отличается от акции тем, что приносит доход только в течение определенного срока и теряет свою потребительскую стоимость в момент погашения.

По способу выплаты дохода различают облигации: 1) с *фиксированной* купонной ставкой; 2) с *«плавающей»*, или *подвижной* купонной ставкой; 3) с *возрастающей* купонной ставкой; 4) *бескупонные*; 5) с *оплатой по выбору*; 6) *облигации смешанного типа*.

По эмитентам различают: 1) *корпоративные* облигации; 2) облигации *предприятий* неакционерной формы собственности; 3) *государственные* облигации; 4) *муниципальные* облигации и т.д.

- **Фиксированная** купонная ставка представляет собой периодическую выплату равных процентов по облигациям через равные промежутки времени, которые оговорены условиями займа. Облигационный купон представляет собой отрывной талон
- с указанной на нем цифрой и суммой процентной ставки. Факт выплаты отмечается изъятием купона из специальной карты, которая прилагается к облигации. Облигации с фиксированным купоном уязвимы перед инфляцией, что считается их главным не-

достатком. В период высокой инфляции купонный доход легко обесценивается.

- Доход по облигациям с **«плавающей»**, или **подвижной** купонной ставкой менее «уязвим» перед инфляцией. Процент по такой облигации выплачивается исходя из средней базисной ставки ссудного процента за определенный период времени.
- **Возрастающая** купонная ставка означает оговоренное в условиях обращения возрастание ставки.
- **Бескупонные** облигации (облигации с нулевым купоном) продаются ниже номинальной стоимости, т.е. с дисконтом, а погашаются по номиналу. Разница между ценой погашения и ценой продажи составит доход инвестора.
- Облигации с **оплатой по выбору** дают эмитенту право по условиям займа в случае недостатка денежных средств расплатиться с инвесторами облигациями нового выпуска.
- При выплате дохода по облигациям **смешанного типа** в начале ее срока жизни процент выплачивается по фиксированной, а затем по «плавающей» купонной ставке.

Также как и акции, облигации делятся на: а) *обратимые (конвертируемые)* облигации, которые инвестор может обменять на другие ценные бумаги того же эмитента; б) *необратимые (неконвертируемые)* облигации, которые инвестор не может обменять на другие ценные бумаги того же эмитента.

По праву досрочного выкупа эмитентом различают: 1) *выкупные (отзывные)* облигации, которые эмитент имеет право выкупить у инвестора досрочно; 2) *невкупные (неотзывные)* облигации, которые эмитент не имеет права выкупить у инвестора досрочно.

Облигации могут выпускаться под залоговое обеспечение, и по этому признаку различают: а) *обеспеченные* облигации (облигации с залогом); б) *необеспеченные* облигации (облигации без залога). В случае невозврата кредита залог дает инвестору право на часть собственности корпорации. Залог оформляется закладной, которая является юридическим документом, удостоверяющим согласие компании заложить свои активы под обеспечение облигационного займа и дающий право кредитору (облигационеру) овладеть заложенным имуществом в случае неплатежеспособности эмитента. По **обеспечению** облигации

- Облигации **с имущественным залогом** обеспечиваются основным капиталом предприятия — его недвижимостью. При этом различают **первозакладные** и **общезакладные** облигации. Первозакладные облигации признаются лучшими финансовыми активами фирмы, так как образуют долг, который предприятие выплачивает в первую очередь. Такие облигации называют еще старшими ценными бумагами фирмы. Доход по общезакладным облигациям выплачивается после расчетов с инвесторами по первозакладным облигациям.
- Облигации **с залогом финансовый активов** обеспечиваются ценными бумагами, находящимися в портфеле предприятия-эмитента.
- Облигации **с залогом оборудования и транспортных средств**
- обеспечиваются, соответственно, оборудованием и транспортными средствами. В качестве залога могут выступать морские и речные суда, самолеты, автомобили.
- Облигации **с залогом в форме будущих налоговых платежей** выпускаются, как правило, местными органами власти. При этом погашение дохода осуществляется следующим способом: инвестор не уплачивает местные налоги, а эмитент — проценты на ту же сумму.
- **Залог в виде доходов от проекта** означает, что погашение процентов и основной части долга осуществляется за счет доходов от реализованного проекта.
- Облигации **с гарантийными обязательствами** выпускаются компаниями, имеющими

гаранта-покровителя, т.е. более сильную в финансовом отношении корпорацию. В случае неплатежеспособности эмитента заем погашает в полном объеме корпорация-гарант. Эмитент может иметь нескольких гарантов по выпущенным облигациям.

- **Реорганизационные** облигации означают, что эмитент не гарантирует выплату процента по ним, а отвечает полностью по основной сумме долга. Размер дохода целиком зависит от результатов финансово-хозяйственной деятельности эмитента. Такие облигации выпускают предприятия, находящиеся в неустойчивом финансовом положении, с целью мобилизации денежных средств на реконструкцию или репрофилирование, а также для замены ранее выпущенных облигаций на новые.
- **Необеспеченные** облигации выпускаются, если у эмитента либо отсутствуют активы для обеспечения займа, либо рейтинг компании настолько высок, что залог просто не требуется. Экономическое благополучие и высокие прибыли компании вызывают доверие инвесторов и без залога. Облигации таких эмитентов имеют, как правило, высокую процентную ставку.

1.4. КОММЕРЧЕСКИЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

К коммерческим ценным бумагам относятся прежде всего товарно-транспортные документы, и в первую очередь — коносамент, который удостоверяет право собственности на перевозимый товар.

Кроме этого, как уже подчеркивалось выше, под коммерческими ценными бумагами понимаются долговые обязательства со сроком погашения до одного года. Как правило, их классифицируют как **финансовые инструменты**: «На рынке ценных бумаг помимо традиционных классических и производных ценных бумаг довольно широко распространены так называемые финансовые инструменты, которые представляют собой кредитные орудия обращения и один из способов мобилизации определенных сумм денежных средств, способных трансформироваться в реальные инвестиции»³. Наиболее значимые из них — векселя, а также депозитные и сберегательные сертификаты.

1.5. ХАРАКТЕРИСТИКА ПРОИЗВОДНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ И ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Производные ценные бумаги — возникли в процессе развития рынка ценных бумаг в промышленно развитых странах. Называются они так потому, что *вторичны* по отношению к основным классическим ценным бумагам (акциям и облигациям). В настоящее время эти ценные бумаги получили название **деривативы**, т. е. производные инструменты: представляют собой контракты, дающие право совершить сделку купли-продажи с ценными бумагами на заранее оговоренных условиях. К ним обычно относят опционы на ценные бумаги, финансовые фьючерсы, варранты и депозитарные расписки⁴.

Финансовые инструменты. — Кроме деривативов (производных ценных бумаг) на рынке ценных бумаг широко распространены так называемые финансовые инструменты, которые представляют собой кредитные орудия обра-

³ Деньги. Кредит. Банки. Ценные бумаги Практикум: учеб. пособие для студентов вузов, обучающихся по специальностям экономики и управления / Под. ред. Е.Ф.Жуков. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2008. – С. 357 (подч. нами – А.О., М.П.).

⁴ См. подробно: Буренин А.Н. Фьючерсные, форвардные и опционные рынки.— М.: Тривола, 1995.

ния и один из способов мобилизации определенных сумм денежных средств, способных трансформироваться в реальные инвестиции. Наиболее значимые из них — векселя, депозитные и сберегательные сертификаты.

1. ОПЦИОН (*лат. option* — выбор) — контракт, дающий право купить или продать партию ценных бумаг на заранее оговоренных условиях. По приобретенному праву различают: 1) опцион *«колл»*, дающий право в течение указанного срока купить определенное количество ценных бумаг по оговоренной цене у лица, выписавшего опцион, но без обязательства эту сделку совершить; 2) опцион *«пут»*, дающий право в течение указанного срока продать определенное количество ценных бумаг по заранее оговоренной цене лицу, выписавшему опцион, но без обязательства эту сделку совершить; 3) **двойной** опцион (*опцион-стеллаж*), дающий право купить или продать, но не купить и продать одновременно партию ценных бумаг лицу или у лица, выписавшего опцион, но без обязательства эту сделку совершить. При этом продавец опциона должен подчиниться решению покупателя опциона совершить или не совершить сделку.

По срокам исполнения различают: 1) *американский* опцион, который может быть исполнен в любое время в течение оговоренного в контракте срока; 2) *европейский* опцион, который может быть исполнен только в день окончания срока контракта. Выписываются опционы, как правило, на полный лот (партию в 100 штук).

2. ФЬЮЧЕРСЫ. — Фьючерс представляет собой контракт, согласно которому один из участников сделки берет на себя обязательство продать (или купить) по окончании срока договора другому участнику определенное количество ценных бумаг по заранее оговоренной цене. В отличие от опциона, в данном контракте реализуется не право, а безоговорочное обязательство лица, заключившего договор, в любом случае исполнить контракт в указанный в нем срок. Финансовый риск при сделке с фьючерсом гораздо выше, чем с опционом. Фьючерс является одним из финансовых инструментов учета будущей стоимости ценных бумаг. Инвестор, получающий фьючерсный контракт, соглашается купить акции в будущем, причем день покупки фиксируется в контракте. Продавец контракта соглашается продать ценные бумаги по прошествии оговоренного в контракте срока по цене на сегодняшний день. Таким образом, лицо, планирующее приобрести ценные бумаги в будущем, может избежать риска, связанного с тем, что цена на них возрастет. Но если цена на них упадет, покупатель утрачивает возможность приобрести эти ценные бумаги по низким ценам.

3. ВАРРАНТ. — Варрантом (*англ. warrant* — полномочие, доверенность) может называться: 1) сертификат, дающий держателю право покупать ценные бумаги по оговоренной цене в течение определенного времени или бессрочно; 2) свидетельство товарного склада о приеме на хранение определенного товара.

4. ДЕПОЗИТАРНАЯ РАСПISKA — это свободно обращающаяся производная ценная бумага, выпущенная на акции иностранной компании, депонированные в депозитарном банке. В мировой практике различают два вида депозитарных расписок: 1) американские (АДР), которые допущены к обращению только на американском фондовом рынке; 2) глобальные (ГДР), операции с которыми могут осуществляться и в других странах.

5. ДЕПОЗИТНЫЕ СЕРТИФИКАТЫ — *инструменты, выпускаемые коммерческими банками под срочные депозиты*. Они имеют определенный срок погашения и в основном являются обратимыми, т.е. *могут служить самостоятельным объектом торговли*. Депозитные сертификаты довольно разнообразны в зависимости от эмитентов, сроков займа, форм расчета и т.д. Например, различают сертификаты, выпускаемые: 1) банками внутри страны; 2) банками за рубежом — евродолларовый депозитный сертификат; 3) иностранными банками в стране.

По срокам займа сертификаты бывают: а) *до востребования*, которые дают право на изъятие определенных сумм по предъявлению сертификата; б) *срочные*, на которых указан срок изъятия вклада и размер причитающихся процентов. В отличие от обычных сберегательных счетов клиенту выдается не книжка, а удостоверение (сертификат), своего рода долговая расписка банка. Средства с такого вклада могут быть изъяты до истечения оговоренного срока.

- Депозитные сертификаты в зависимости от способа регистрации бывают *именные* и на *предъявителя*. Доход по сертификату может формироваться в виде процента или дисконта.
- У крупных инвесторов на Западе особой популярностью пользуются передаваемые депозитные сертификаты на предъявителя, которые свободно обращаются на вторичном рынке. Такого рода сертификаты выпускаются на срок от 30 дней до шести месяцев и реализуются с дисконтом (ниже номинала). В случае необходимости владельцы сертификатов могут продавать их на вторичном рынке либо использовать их в расчетах по торговым сделкам и банковским займам. Возможность обращения депозитных сертификатов на вторичном рынке делает их привлекательным и ликвидным инструментом.

§ 2. Фиктивный капитал и фондовая биржа

2.1. ПОНЯТИЕ ФИКТИВНОГО КАПИТАЛА

Совокупность денежных средств, инвестированных в ценные бумаги, называется **фиктивным капиталом**. Фиктивный капитал также называют титулом собственности, воплощенным в ценных бумагах и дающим их владельцам право на присвоение части прибавочной стоимости в форме дивиденда или процента.

Фиктивный капитал — это титул собственности, воплощенный в ценных бумагах и дающий его владельцу возможность регулярно присваивать прибавочную стоимость в форме процента или дивиденда. Образование фиктивного капитала тесно связано с функционированием реального и ссудного капитала. Появление этой разновидности капитала является следствием развития потребности в привлечении в условиях усложнения и расширения коммерческой и производственной деятельности все большего объема денежных средств. Передача части денежного капитала в ссуду на рынке ценных бумаг происходит в форме покупки ценной бумаги. Таким образом, фиктивный капитал воплощается в ценных бумагах, дающих владельцу право на присвоение части прибавочного продукта в форме дивиденда или процента.

- Ценные бумаги — это свидетельства о вложении капитала в предприятие или о предоставлении его в ссуду, дающие право на получение прибавочной стоимости в виде дивиденда или процента. Собственник акций ежегодно получает по ним доход, назы-

ваемый дивидендом, а собственник облигаций регулярно получает по ним определенный процент. То обстоятельство, что ценные бумаги приносят прибавочную стоимость, делает их капиталом для их владельцев. Однако ценные бумаги представляют собой *фиктивный капитал*, существенно отличающийся от действительного капитала тем, что он *не имеет самостоятельной стоимости и не функционирует в процессе капиталистического воспроизводства*.

При капитализме ссудный процент выступает в качестве всеобщей формы дохода на капитал. В связи с этим всякий регулярно присваиваемый нетрудовой доход, получаемый без самостоятельного ведения какого-либо предприятия, рассматривается как процент на некий капитал, хотя бы такого капитала в действительности и не существовало. Капитализация регулярных доходов в капиталистическом обществе состоит в том, что, исходя из величины получаемого дохода и существующей в данное время нормы процента, исчисляется тот мнимый капитал, который якобы приносит этот доход.

Результатом капитализации дохода, приносимого ценными бумагами, является *курс ценных бумаг*, т. е. та цена, по которой они продаются на фондовой бирже. Предположим, что какая-то ценная бумага дает возможность ее владельцу присваивать ежегодный доход в 10 долл. и что существующая в данное время норма процента равняется 5. В таком случае эта ценная бумага будет рассматриваться как капитал, приносящий 5-ти процентный доход в 10 долл., а ее курс или цена будет равняться 200 долл.

$$(10 \times 100 / 5 = 200)$$

Таким образом, *курс ценных бумаг равняется капитализированному доходу по ним: он прямо пропорционален приносимому или доходу и обратно пропорционален норме процента*.

Величина фиктивного капитала равняется сумме цен акций, облигаций и других ценных бумаг. При этом отношение между величиной капитала и величиной дохода здесь прямо противоположно тому, которое присуще действительному капиталу. Изменения величины фиктивного капитала частично отражают изменения величины действительного капитала. Так, с ростом капиталистического производства увеличивается и сумма акций, выпускаемых капиталистическими предприятиями. Однако фиктивный капитал обладает также относительной самостоятельностью, причем с развитием капитализма *фиктивный капитал увеличивается значительно быстрее, чем действительный*. Причины этого таковы:

Фиктивный капитал существенно отличается от реального и ссудного капитала тем, что: а) не имеет собственной стоимости; б) обращается в форме ценных бумаг на рынке ценных бумаг.

В отличие от реального капитала: а) величина фиктивного капитала определяется путем капитализации доходов по ценным бумагам; б) изменение величины фиктивного капитала не совпадает с изменением величины реального капитала. Самостоятельное движение фиктивного капитала на рынке ценных бумаг приводит к отрыву: 1) его рыночной стоимости от балансовой стоимости; 2) стоимости реальных материальных ценностей от их стоимости, зафиксированной в бумагах.

Огромная часть ссудного капитала находит форму своего приложения в ценных бумагах. Накопление этих ценных бумаг есть накопление ссудного ка-

питала, хотя оно совсем не обозначает накопление капитала действительного⁵. Расхождение в движении фиктивного и реального капиталов здесь совершенно очевидно.

Рассматривая движение накопления фиктивного капитала в общем развитии капиталистического хозяйства, необходимо прийти к заключению, что развитие капиталистического хозяйства ведет к все большему и большему накоплению фиктивного капитала. К этому ведет изменение структуры промышленных предприятий, все большее и большее распространение акционерной формы, к этому ведет все более увеличивающаяся значимость капитала, приносящего проценты, к этому ведет все большее и большее отделение капитала-собственности от капитала-функции.

Развитие кредитных отношений ведет к тому, что всякое капиталистическое богатство стремится найти свое воплощение в так называемых ценных бумагах, а отделение капитала-собственности от капитала-функции ведет к тому, что ценные бумаги приобретают самостоятельное существование и движение. Капиталистический доход принимает форму процента, претензия капиталиста на доход превращается в простую претензию собственности. Это обстоятельство наглядно обнаруживает паразитизм капиталистической собственности.

Накопление фиктивного капитала и своеобразная форма этого накопления — растущая на основе этого накопления биржевая игра и спекуляция — ведет к колоссальному усилению могущества финансовых магнатов, ведет к максимальной централизации денежного капитала, ведет к экспроприации частной собственности мелких и средних капиталистов.

- «Но эта экспроприация, — пишет К. Маркс, — в пределах самой капиталистической системы выражается в антагонистической форме, в форме присвоения общественной собственности немногими; а кредит все больше придает этим немногим характер чистых рыцарей наживы. Так как собственность существует здесь в форме акций, то ее движение и передача становятся просто результатом биржевой игры, где мелкие рыбы поглощаются акулами, а овцы — биржевыми волками. В акционерном деле уже существует противоположность старой формы, в которой общественные средства производства выступают как индивидуальная собственность; но само превращение в форму акции еще стеснено капиталистическими рамками; поэтому вместо того чтобы преодолеть противоречие между характером богатства как богатства общественного и как богатства частного, оно лишь развивает это противоречие в новом виде»⁶.

Фиктивный капитал — это «реальное» богатство в условиях капиталистического хозяйства; его иллюзорность и фиктивность обнаруживаются уже во время кризисов, когда это богатство в огромной своей части испаряется. Накопление фиктивного капитала означает, что разнообразные виды капиталистического богатства принимают однообразное воплощение в ценных бумагах,

⁵ «Поскольку накопление этих бумаг выражает накопление железных дорог, рудников, пароходов и т. п., оно выражает расширение действительного процесса воспроизводства, — совершенно так же, как увеличение окладного листа, напр., на движимое имущество свидетельствует о возрастании этой движимости. Но в качестве дубликатов, которые сами могут быть продаваемы как товары, а потому обращаются как капитальные стоимости, они иллюзорны, и величина их стоимости может повышаться и падать совершенно независимо от движения стоимости действительного капитала, титулами на который они являются» (К. Маркс. Капитал. Т III. М., 1955. — С. 491. 516).

⁶ К. Маркс. Капитал, т. III. — Маркс К, Энгельс Ф. Соч. Т 25. Ч I., — С. 483.

а разнообразные виды капиталистического дохода принимают однообразную форму дохода с денежного капитала, форму процента⁷.

В общем развитии капиталистического хозяйства, таким образом, происходит все большее и большее накопление фиктивного капитала. В отдельных же фазах промышленного цикла это накопление происходит неодинаково. Накопление фиктивного капитала достигает наибольших размеров во время подъема. Это является результатом как роста грюндерства и учредительства, как укрепления и концентрации предприятий, так и того, что в это время дивиденды велики, а процент относительно низок. Своего апогея рост фиктивного капитала достигает на высшей точке подъема, когда развитие производства достигает максимума, когда дивиденды, вернее, надежды на дивиденды, растут.

Движение фиктивного капитала еще более обостряет противоречия ссудного капитала, еще более обостряет противоречия между движением реального и ссудного капитала, еще более обостряет противоречия реального процесса воспроизводства.

2.2. ПЕРВИЧНЫЙ И ВТОРИЧНЫЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК. — *Это рынок, на котором эмитенты продают ценные бумаги инвесторам. Точнее — это механизм эмиссии и первичного размещения эмитированных бумаг.* Говоря о первичном рынке, следует применять термин *размещение ценных бумаг*.

Законодательно первичный рынок ценных бумаг определяется как отношения, складывающиеся при эмиссии (для инвестиционных ценных бумаг) или при заключении гражданско-правовых сделок между лицами, принимающими на себя обязательства по иным ценным бумагам, и первыми инвесторами, профессиональными участниками рынка ценных бумаг, а также их представителями. Таким образом, первичный рынок — это рынок первых и повторных эмиссий ценных бумаг, на котором осуществляется их начальное размещение среди инвесторов.

В результате продажи акций и облигаций на первичном рынке эмитент получает необходимые ему финансовые средства, а бумаги оседают в руках первоначальных покупателей. Все остальные перепродажи бумаг образуют *вторичный рынок*.

Кроме физического изготовления ценных бумаг (если оно предусмотрено) процесс эмиссии включает заключение соглашений между эмитентом и консорциумом, определение способа передачи последнему ценных бумаг (продажа или передача, на комиссию), а также порядок размещения среди инвесторов.

Важнейшей чертой первичного рынка является полное *раскрытие информации* для инвесторов, позволяющее сделать обоснованный выбор ценной бу-

⁷ Накопление фиктивного капитала есть результат развития кредита и кредитной системы, и это накопление воочию обнаруживает ярко начерченный Марксом двойственный характер кредита «с одной стороны, развивать движущую силу капиталистического производства, обогащение на эксплуатации чужого труда, в систему чистейшего и колоссальнейшего азарта и мошенничества и все более сокращать число тех немногих, которые эксплуатируют общественное богатство; а с другой — составлять переходную форму к новому способу производства; эта двойственность и придает главным провозвестникам кредита от Ло до Исаака Перейры свойственный им приятный характер помеси мошенника и пророка». — К. Маркс. Капитал, т. III. — Маркс К, Энгельс Ф. Соч. Т 25. Ч I., — С. 485.

маги для вложения денежных средств. Вся деятельность на первичном рынке осуществляется для раскрытия информации: подготовка проспекта эмиссии, его регистрация и контроль государственными органами с позиций полноты представленных данных, публикация проспекта и итогов подписки.

Механизм продажи (размещения ценных бумаг) на первичном рынке может быть разный: а) в непосредственном (частном) контакте без посредников; б) через финансовых посредников (андеррайтеров); в) на уличном рынке.

Частное размещение характеризуется продажей (обменом) ценных бумаг ограниченному числу заранее известных инвесторов без публичного предложения и продажи.

Публичное предложение — это размещение ценных бумаг при их первичной эмиссии путем публичного объявления и продажи неограниченному числу инвесторов.

Соотношение между публичным предложением и частным размещением постоянно меняется и зависит от типа финансирования, который избирают предприятия в той или иной экономике, от структурных преобразований, которые проводит правительство, и других факторов. Так, в России в 1990—1995 гг. преобладало частное размещение акций (создание открытых акционерных обществ). Основная часть публичного предложения акций приходилась на банки и инвестиционные институты. С развитием масштабного процесса приватизации доля публичного предложения акций постепенно увеличилась.

Хотя эмитенты ценных бумаг могут сами разместить (т.е. продать) свои обязательства в виде ценных бумаг, сложный механизм эмиссии в условиях конкуренции, потребность в гарантированном размещении ценных бумаг требуют не только больших расходов, но и профессиональных знаний, специализации, навыков. Поэтому эмитенты в подавляющем большинстве случаев прибегают к услугам **андеррайтеров** — профессиональных посредников (банков, брокеров, инвестиционных компаний), организующих и гарантирующих размещение ценных бумаг на согласованных условиях за специальное вознаграждение.

Публичная подписка или публичное размещение ценных бумаг применяются тогда, когда корпорация принимает решение превратиться из частной в публичное акционерное общество с большой численностью акционеров. Разница не просто в количестве эмитируемых акций: речь идет о контроле над предприятием, который может в этих условиях перейти от учредителей к владельцам контрольного пакета акций. Публичное предложение большого количества тиражированных акций дает эмитенту огромные средства, которые открывают возможности расширения, модернизации, диверсификации деятельности, делает компанию известной, она переходит на новый, более высокий уровень.

ВТОРИЧНЫЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК. — Это отношения, складывающиеся при купле-продаже ценных бумаг, ранее эмитированных на первичном рынке. Основу вторичного рынка составляют операции, оформляющие перераспределение сфер вложений инвесторов, а также отдельные спекулятивные операции. Важнейшая черта вторичного рынка — это его *ликвидность*, т.е. возможность успешной и обширной торговли, способность поглощать значительные объемы ценных бумаг в короткое время, при небольших колебаниях курсов и при низких издержках на реализацию.

На вторичном рынке операторами являются только *инвесторы*, т.е. те, кто вкладывает средства в ценные бумаги в целях извлечения дохода. Первоначальный инвестор, купивший у эмитента ценные бумаги, вправе перепродать их другим лицам, а те, в свою очередь, свободны продавать их следующим вкладчикам.

На вторичном рынке происходит уже не аккумулярование новых финансовых средств для эмитента, а только перераспределение ресурсов среди последующих инвесторов. Без полноценного вторичного рынка нельзя говорить об эффективном функционировании первичного. Создавая механизм для немедленной перепродажи бумаг, вторичный рынок усиливает доверие к ним со стороны вкладчиков, стимулирует их желание покупать новые фондовые ценности и тем самым способствует более полному аккумулярованию ресурсов общества в интересах производства, переливу капитала в наиболее эффективные отрасли хозяйства. При отсутствии вторичного рынка или его слабой организации последующая перепродажа ценных бумаг была бы невозможна или затруднена, что оттолкнуло бы инвесторов от покупки всех или части бумаг. В итоге общество осталось бы в проигрыше, так как многие, особенно новейшие предприятия и начинания, не получили бы необходимой финансовой поддержки. Акции и облигации наиболее доходных отраслей производства и целых секторов хозяйства растут в цене, увеличивают число желающих иметь эти ценные бумаги, что делает возможным выпуск новых бумаг и новое привлечение капитала.

Ко вторичному рынку применяется термин *обращение ценных бумаг*. Главная функция вторичного рынка — перераспределение капитала.

2.3. ФОНДОВАЯ БИРЖА

Важное значение в организации рынка ценных бумаг имеет фондовая биржа — определенным образом организованная часть рынка ценных бумаг, где с этими бумагами при посредничестве членов биржи совершаются сделки купли-продажи. Особенность биржевой торговли заключается в том, что сделки совершаются всегда в одном и том же месте, в строго определенное время — во время сеанса (или *биржевой сессии*) и по четко установленным, обязательным для всех участников правилам. Биржа создает четкую организационную структуру и механизм заключения и исполнения сделок с биржевыми ценностями, а также высоконадежную систему контроля за результатом исполнения сделок.

Развитие *фондовой биржи способствует все большему отделению капитала-собственности от капитала-функции*, так как денежные капиталисты получают возможность путем покупки ценных бумаг на бирже использовать свои капиталы для присвоения процентов и дивидендов, не ведя никаких предприятий.

Сегодня фондовая биржа служит не столько орудием мобилизации денежных капиталов для долгосрочных инвестиций, сколько находится в тесной связи со всей системой краткосрочного кредита. Биржевой оборот придает мобильность капиталам, вложенным в ценные бумаги, поскольку держатели ценных бумаг могут реализовать их на бирже, несмотря на то, что действительный капитал, функционирующий в акционерных предприятиях, закреплён в фабриках и

заводах, их оборудовании и т. д. Поэтому *благодаря фондовой бирже ценные бумаги становятся также объектом краткосрочных вложений ссудных капиталов.*

- Связь между фондовой биржей и краткосрочным кредитом заключается, далее, в том, что биржевые дельцы используют для покупки ценных бумаг не только собственные денежные капиталы, но и капиталы, полученные в ссуду от банков. Таким образом, *часть ссудных капиталов направляется в сферу биржевого оборота с ценными бумагами.* Фондовая биржа является центром спекуляции ценными бумагами. Так, например, по некоторым подсчетам, рыночная стоимость производных инструментов, находившихся в обращении в 1997 г., составила 360 трлн долл. (в 12 раз больше мирового ВВП)⁸. Процесс глобализации финансовых рынков приводит к тому, что глобальные потоки ссудного капитала все меньше и меньше зависят от функционирования национальных экономик.

В мировой практике известны разные организационно-правовые формы организации бирж. В основном биржи создаются в форме ассоциации либо акционерных обществ. В случае организации биржи в форме ассоциации или государственного учреждения цели получения прибыли не ставят. Если же биржа существует в форме акционерного общества, то и в этом случае в уставе биржи может быть сказано, что биржа не преследует цели получения прибыли и дивиденды по акциям не выплачиваются. Кроме того, членами правления бирж могут быть представители эмитентов и инвесторов, а иногда и государственных органов. Государство же с помощью актов, регламентирующих деятельность бирж, принимает меры, направленные на осуществление полной гласности деятельности бирж.

Деятельность фондовых бирж в России регулируется Федеральным законом «О рынке ценных бумаг». Фондовой биржей может признаваться только *организатор торговли на рынке ценных бумаг, не совмещающий деятельность по организации торговли с иными видами деятельности, за исключением депозитарной и деятельности по определению взаимных обязательств.*

Фондовые биржи и фондовые отделы товарных и валютных бирж — это организованный рынок ценных бумаг, выставляемых на фондовый рынок *брокерами* — членами биржи на основе поручений институциональных и индивидуальных инвесторов. Членами фондовой биржи могут быть любые профессиональные участники рынка ценных бумаг. Фондовая биржа вправе устанавливать ограничения численности ее членов.

Фондовая биржа самостоятельно устанавливает размеры и порядок взимания отчислений в свою пользу от вознаграждения, получаемого ее членами за участие в биржевых сделках, взносов, сборов и других платежей, вносимых членами биржи за услуги, оказываемые биржей, штрафов, уплачиваемых за нарушение требований устава, правил биржевой торговли и других внутренних документов биржи. Фондовая биржа самостоятельно устанавливает процедуру включения в список ценных бумаг, допущенных к обращению на бирже, процедуру *листинга и делистинга.*

Фондовая биржа обязана обеспечить гласность и публичность торгов путем оповещения ее членов о месте и времени их проведения, о списке и котировке ценных бумаг, допущенных к обращению на бирже, о результатах торговых сессий, обязана предоставить и другую информацию.

⁸ Постиндустриальный мир и Россия. – М.: Эдиториал УРСС, 2001. – С. 65.

К обращению на фондовой бирже допускаются:

- 1) ценные бумаги в процессе размещения и обращения, прошедшие предусмотренную федеральным законом процедуру эмиссии и включенные фондовой биржей в список ценных бумаг, допускаемых к обращению на бирже в соответствии с ее внутренними документами;
- 2) иные финансовые инструменты в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Высший орган биржи — *общее собрание ее членов*, которое решает финансовые и организационные вопросы и определяет правила внутреннего распорядка. В промежутках между собраниями высшим органом является *биржевой совет* (или комитет, или наблюдательный совет), который осуществляет контроль за текущей деятельностью, создается также исполнительная дирекция. Помимо этих органов управления на бирже создаются подразделения, выполняющие специфические функции. В торговле на бирже принимают участие представители членов биржи, имеющие *место* на бирже, а также штатные работники биржи. Члены биржи и / или их представители могут выполнять на бирже функции брокера или дилера.

Брокер — поверенный или комиссионер, т.е. он заключает сделку от имени клиента или от своего имени и за счет клиента.

Дилер — осуществляет куплю-продажу ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и (или) продажи с обязательством исполнения сделок по этим ценным бумагам по объявленным ценам. Основная функция дилера — поддержание фондового рынка путем формирования цен.

Брокер или дилер могут действовать в качестве *маркет-мейкеров*, т.е. поддерживать постоянные котировки на покупку и продажу ценной бумаги в пределах минимального *спрэда* (разницы между ценой покупки и ценой продажи).

В торгах также участвует *маклер* — как правило, штатный работник биржи, который ведет торг и оформляет сделки. Маклер должен соблюдать устав и правила торговли на бирже. Все заключенные с участием маклера сделки регистрируются в специальном журнале или с помощью компьютера. После биржевой сессии участникам сделки вручаются маклерские записки или компьютерные распечатки, в которых отмечаются наименование количество и цена купленных или проданных ценных бумаг.

Ценные бумаги попадают на биржу не автоматически: практически во всех странах в соответствии с принятыми нормативными актами вопрос о допуске ценных бумаг решает сама биржа. И именно от биржи, а не от какого-либо другого органа зависит, будут ли те или иные ценные бумаги продаваться на бирже. Если ценные бумаги какого-либо эмитента принимаются к продаже на бирже, значит, они приняты к котировке, включаются в котировочный список и именуются *листинговыми*.

Листинг — это процедура допуска ценных бумаг к торговле на бирже.

В процессе листинга эмитент должен представлять финансовую отчетность на биржу ежеквартально. Если по итогам того или иного квартала он выйдет из допустимого диапазона коэффициентов, то проводится *делистинг*, т.е. выведение его ценных бумаг из листингового листа. Если впоследствии финансовое по-

ложение эмитента выправится, то его ценные бумаги могут быть вновь включены в листинговый список. Естественно, что инвестору более выгодно покупать листинговые ценные бумаги, так как по ним есть дополнительная гарантия надежности эмитента.

В России, к сожалению, до сих пор отсутствует четко функционирующая система листинга ценных бумаг, а также критерии допуска того или иного вида ценной бумаги в листинг. Подобная законодательная и биржевая неопределенность позволяет недобросовестным эмитентам, особенно из числа вновь образуемых предприятий, быстро размещать свои средства, привлекая значительные инвестиционные ресурсы, опираясь только на рекламу и не предоставляя практически никакой информации как о своей финансово-экономической, кредитной истории, так и о результатах текущей производственно-хозяйственной деятельности.

На каждой бирже процесс торговли ценными бумагами имеет свою специфику. Выделяются два основных способа проведения биржевых торгов:

1) *открытые аукционные торги*, когда происходит непрерывное сопоставление цен на покупку и цен на продажу. Продавец постепенно снижает цену, а покупатель постепенно ее повышает. Сделка совершается тогда, когда цены покупателя продавца сходятся;

2) *торговля по заказам*. Суть этого метода заключается в том, что брокеры оставляют маклерам письменные заявки на покупку и продажу с указанием цены и количества ценных бумаг. Все заказы с указанием времени поступления заказа заносятся в маклерскую книгу. В определенный момент времени прием заказов прекращается, после чего маклер сопоставляет все принятые заказы на покупку и продажу и оформляет сделки. В настоящее время торговля по заказам осуществляется в электронном виде. В зависимости от механизма организации биржевой торговли сделки совершаются на основе переговоров или записок.

Совершение сделок проходит четыре этапа: 1) собственно совершение сделки; 2) сверка параметров и заключение сделки; 3) клиринг (многосторонний клиринг); 4) исполнение сделки.

Фондовая биржа — лишь часть рынка ценных бумаг, организованная и наиболее строго регулируемая. Поэтому определение основных правил торговли ценными бумагами полезно уже тем, что с первого этапа позволяет ограничить размах незаконных операций и способов наживать денежные средства на всеобщей некомпетентности. Фондовая биржа может быть полезным экономическим инструментом, позволяющим направлять частные сбережения на долгосрочное финансирование экономического роста. Биржевые оценки прибыльности инвестиций могут служить ориентиром в процессе перераспределения инвестиционных ресурсов общества.

Биржевые операции включают различные виды сделок. *Кассовыми сделками* называются такие, при которых ценные бумаги переходят от продавца к покупателю немедленно или спустя короткое время (через 1—3 дня) и оплачиваются наличными деньгами. В порядке кассовых сделок ценные бумаги покупаются обычно не профессиональными спекулянтами, а инвесторами, приобретающими их для более или менее длительного вложения капитала. Мелким держателям ценных бумаг, приобретающим бумаги небольшими партиями,

также приходится оплачивать их наличными. При этом за их счет обогащаются крупные биржевые спекулянты, которым мелкие держатели вынуждены продавать свои бумаги за бесценок во время биржевых крахов.

От сделок за наличные отличаются *сделки в кредит*, или, как их называют в США, *сделки с маржей*. Капиталисты, спекулирующие на повышение курсов акций, но не имеющие достаточных; средств для оплаты всего того количества ценных бумаг, которое они хотят купить, прибегают к покупке этих бумаг «с маржей», т. е. с частичной оплатой их. В таком случае биржевые брокеры предоставляют кредит своим клиентам на недостающую для оплаты бумаг сумму, сами же брокеры обычно закладывают; бумаги в банках, получая под них банковские ссуды. На сделках с маржей брокеры наживаются большие прибыли, так как взимают с клиентов значительно большие проценты, чем сами уплачивают банку, в особенности с мелких клиентов, не могущих получить кредит прямо от банков.

Сделки с маржей являются рычагом форсирования биржевой спекуляции и фактором обострения биржевых крахов. Во-первых, в результате таких сделок и залога купленных акций значительные денежные капиталы, сосредоточенные в банках, используются для финансирования биржевой спекуляции, что способствует искусственному увеличению спроса на ценные бумаги и непомерному вздутию их курсов, за которым обычно следует крах. Во-вторых, когда курсы акций, купленных по сделкам с маржей, начинают падать, то брокеры обычно требуют от клиентов взноса дополнительной суммы денег (так как при падении курсов ставится под угрозу возможность погасить полученную от банка ссуду), в случае же невзноса денег клиентом они прибегают к продаже акций; в результате этого происходит массовая сброска акций, купленных с маржей, что еще более усиливает падение их курсов.

В биржевой спекуляции огромную роль играют *срочные сделки*, при которых, в отличие от кассовых сделок, сдача ценных бумаг и расчеты по ним производятся по истечении определенного срока. На лондонской бирже ценные бумаги обычно покупаются либо «*per medio*», т. е. со сдачей и оплатой их в середине месяца, либо «*per ultimo*», т. е. со сдачей и оплатой в конце месяца. Цель срочных сделок — получение спекулятивной биржевой прибыли в виде *курсовой разницы*, которая достается либо покупателю (если к моменту поставки ценных бумаг курс их повысится), либо продавцу (если, напротив, курс их к этому времени упадет).

2.4. БИРЖА И РЫНОК ВНЕБИРЖЕВОЙ ТОРГОВЛИ

Торговля ценными бумагами в случае открытой подписки происходит на бирже или рынке внебиржевой торговли. Организованные биржи, типа Нью-Йоркской фондовой биржи или Лондонской фондовой биржи, представляют собой централизованные торговые площадки, которые поддерживают активные рынки для сотен различных ценных бумаг⁹.

Брокеры — члены биржи передают заказы клиентов на покупку или продажу специалистам, работающим в торговом зале биржи, которые пытаются

⁹ См. подробнее: Лобанова Е.Н., Лимитовский М.А. Финансовый Менеджер. — М.: ООО Издательско-Консалтинговая Компания я «ДеКА», 2000. — С. 122-131.

свести покупателей с продавцами. Специалисты могут продавать или покупать ценные бумаги для себя, но чаще выступают в качестве посредников между покупателями и продавцами.

Рынки внебиржевой торговли гораздо менее формальны. Каждый брокерский дом в любой точке страны может создать рынок внебиржевой торговли для ценной бумаги, назвав цену *покупателя*, по которой тот купит ценную бумагу, и более высокую цену *продавца*, по которой тот ее продаст. Спрэд между ценой продавца и покупателя составляет доход брокера. В свою очередь брокер должен иметь запасы ценных бумаг и должен зачастую торговать ценными бумагами, чтобы поддержать активный рынок.

В последнее время с развитием сети Internet торговля ценными бумагами среди частных инвесторов начинает активно перемещаться в эту виртуальную среду. Значительно увеличился и период времени, в течении которого стало возможно совершать сделки. Если в период с 1873 по 1952 гг. New York Stock Exchange (NYSE), была открыта с 10 до 3 часов, с 1952 г. до 3 часов 30 минут, с 1974 г. до 4 часов, а в 1985 г. уже с 9 часов 30 мин. до 4 часов. В 1991 г. предлагалась увеличить торговую сессию до 9 часов, с 9 до 6. Однако тогда это предложение было отклонено членами биржи.

- Конкуренция среди фондовых бирж за право котировать акции компаний и привлекать инвесторов для приобретения этих акций привела к тому, что практически все биржи мира увеличивают продолжительность торговых сессий.

Сейчас ситуация в корне изменилась. Конкуренция среди фондовых бирж за право котировать акции компаний и привлекать инвесторов для приобретения этих акций привела к тому, что практически все биржи мира увеличивают продолжительность торговых сессий. Более того, процесс интеграции начавшийся в Европе с момента введения единой валюты привел к тому что 9 крупнейших европейских бирж рассматривают возможность объединения в одну общеевропейскую биржу, которая по своей капитализации сможет сравниться с NYSE (капитализация составит 5,6 триллионов ЭКЮ, по сравнению с 8,7 у NYSE). Такое объединение позволит снизить издержки по проведению операций вызванные комиссионными и необходимостью конвертировать валютные платежи.

Эти изменения также обусловлены и возросшим давлением со стороны виртуальных торговых систем, которые предлагают своим клиентам 24 часовой режим работы. Новые торговые системы, в отличие от традиционных бирж, которые характеризуются высокой степенью бюрократии, небольшие по размеру, крайне мобильны, склонны к нововведениям и стремятся быть максимально удобными для своих клиентов. Это приводит к снижению комиссионных при совершении сделок, что в свою очередь привлекает тех инвесторов, которые раньше пользовались услугами биржевых брокеров. Рынок торговых посредников по совершению финансовых сделок, являвшийся относительно стабильным на протяжении последних 25 лет, начинает претерпевать значительные изменения и уже возможно через некоторое время будет лишь отдаленно напоминать свое прошлое состояние.

В 1999 г. Комиссия по Ценным Бумагам и Биржам (Security Exchange Commission — SEC) разрешила организовать полноценную фондовую биржу при помощи сети электронной коммуникации (Electronic Communications Net-

work — ECN). Три крупнейших on-line брокера — Charles Schwab Corp., Fidelity Investments, DJLdirect Spear сразу же объявили о своем слиянии с Leeds & Kellogg LP и создании крупнейшей ECN, которая по объемам торговли уже может быть сравнима с крупной фондовой биржей. Это создает реальную угрозу существования торговой системы Nasdaq. Поэтому ее материнская организация (National Association of Securities Dealers -NASD) Национальная Ассоциация Дилеров Ценных Бумаг.

ВОПРОСЫ ДЛЯ САМОПРОВЕРКИ:

- 1) *Рынок ценных бумаг и виды ценных бумаг.*
- 2) *Фиктивный капитал и фондовая биржа.*
- 3) *Первичный и вторичный фондовый рынок. Фондовая биржа. —*
- 4) *Рынок ценных бумаг и фондового рынка в России.*
- 5) *В чем особенности господства фиктивного капитала в современном мировом хозяйстве?*
- 6) *Биржа и рынок внебиржевой торговли*
- 7) *Как устроена фондовая биржа?*
- 8) *Первичный и вторичный фондовый рынок*

