Зубарев Андрей Сергеевич. Генезис и перспективы развития торговой инфраструктуры рынка ценных бумаг : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : СПб., 2002 165 c. РГБ ОД, 61:03-8/1500-8

**Содержание к диссертации**

Введение

1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ТОРГОВЫХ СИСТЕМ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ 11

1.1. Субъекты и объекты рынка ценных бумаг 11

1.2. Понятие торговой системы рынка ценных бумаг 28

2. ТРАДИЦИОННЫЕ ТОРГОВЫЕ СИСТЕМЫ ФОНДОВОГО РЫНКА 38

2.1. Понятие и сущность биржевых торговых систем 38

2.2. Биржа - организатор торговли на фондовом рынке 46

2.3. Допуск ценных бумаг к обращению 51

2.4. Организация торгов и основные виды биржевых сделок 60

2.5. Внебиржевые торговые системы 73

3. НОВЫЕ ТЕХНОЛОГИИ ТОРГОВЫХ СИСТЕМ ФОНДОВОГО РЫНКА 84

3.1. Понятие и сущность интернет-трейдинга 84

3.2. Интернет-трейдинг: опыт США 90

3.3. Российская практика интернет-трейдинга 101

3.4. Электронные торговые сети 117

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

**Введение к работе**

АКТУАЛЬНОСТЬ ТЕМЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Обеспечение экономического роста государства в значительной степени определяется уровнем развития существующих финансовых рыночных механизмов, составляющих основу функционирования любой национальной экономики. Важным структурным звеном таких механизмов является рынок финансовых активов, на котором осуществляются операции с различными финансовыми инструментами, в том числе с ценными бумагами.

Фондовый рынок, представляющий собой составную часть рынка финансовых активов, является сложной системой экономических отношений, обеспечивающей баланс интересов участников рынка ценных бумаг.

Приоритетной задачей фондового рынка является создание условий, необходимых для обеспечения инвестиционной активности в национальной экономике - решение задач мобилизации и эффективного перераспределения инвестиционных ресурсов страны. Обеспечение гибкого межотраслевого движения инвестиционных ресурсов, максимально возможного притока национальных и зарубежных инвестиций на российские предприятия, формирование необходимых условий для стимулирования накопления и трансформации сбережений в инвестиции имеет принципиальное значение для российского рынка ценных бумаг.

Кризисные события в стране 1998-99 годов временно поставили под сомнение возможность использования ценных бумаг российских эмитентов в качестве надежных объектов инвестирования и затормозили развитие последнего. Понятие фондового рынка начало восприниматься обществом как нечто спекулятивное. Впоследствие, когда стало очевидно, что уязвимость фондового рынка была обусловлена особенностями политического и экономического развития России того времени, авторитет фондового рынка постепенно начал восстанавливаться.

Современный российский фондовый рынок представляет собой один из развивающихся рынков, характеризующийся ограниченным числом листинговых ценных бумаг при значительном общем количестве акционерных обществ и небольшим числом голубых фишек, составляющих основной объем операций на рынке. Несмотря на прибыльность и финансовую устойчивость ряда российских компаний, их ценные бумаги торгуются на рынке со значительным дисконтом. Все это свидетельствует о необходимости развития инфраструктуры рынка. Вместе с тем, российский фондовый рынок, начинает играть все большую роль в реализации прав собственности, становится важным источником доходов граждан и обеспечения их участия в управлении акционерными обществами.

В условиях постоянного усиления международной конкуренции за финансовые ресурсы крайне важным становится организация эффективного использования инвестиционного потенциала фондового рынка по привлечению капиталов в реальный сектор экономики России. В настоящее время все большее число российских компаний, уже завоевавших или только завоевывающих свое положение на рынке, нуждается в дополнительном капитале для дальнейшего развития и финансирования роста в будущем.

Инфраструктура фондового рынка включает совокупность специализированных институтов, позволяющих участникам рынка повысить эффективность своей деятельности, а также снизить риски, связанные с куплей- продажей ценных бумаг, поскольку обслуживание подобных операций является основополагающей функцией, обуславливающей необходимость существования любого рынка, в т.ч. фондового. Именно торговые системы фондового рынка, обеспечивающие заключение сделок с ценными бумагами, являются базисным элементом инфраструктуры рынка ценных бумаг. Интересы контрагентов, желающих купить или продать ценные бумаги, встречаются в торговых системах фондового рынка.

Реализация механизмов привлечения капитала с использованием торговых систем рынка ценных бумаг на сегодняшний день является одним из наиболее распространенных и успешных способов достижения этой цели в международной практике.

Принятие компанией решения о привлечении капитала через механизм фондовых бирж является важным стратегическим шагом для последней не только как способ привлечения инвестиций, но и как способ получить более широкое общественное признание благодаря детализированным правилам раскрытия информации. Компании, ценные бумаги которых допущены к обращению в крупных торговых системах фондового рынка, становятся более известными и привлекательными в глазах потенциальных инвесторов.

Современные торговые системы представляют базисный элемент инфраструктуры фондового рынка, находящийся в настоящее время в состоянии активного развития, обусловленного стремительным проникновением новейших телекоммуникационных и компьютерных технологий во все сферы жизни человека. Наиболее ярко этот процесс проявляется в становлении и функционировании организованных рынков ценных бумаг. Развитие электронной торговли создало технологические предпосылки для интеграции организаторов торговли ценными бумагами из разных стран и образования транснациональных торговых систем. Революционное воздействие на международные финансовые рынки оказала глобальная компьютерная сеть Интернет, позволившая миллионам людей включиться в процесс глобального инвестирования, сделав для них доступными операции, которые прежде могли осуществляться только профессиональными организациями. Технологический прорыв привел к возникновению новых видов торговых систем, обеспечение эффективного функционирования которых является одной из приоритетных задач государства.

ЦЕЛЬ И ЗАДАЧИ ДИССЕРТАЦИОННОГО ИССЛЕДОВАНИЯ

Основной целью, поставленной автором в настоящей диссертационной работе, является анализ генезиса торговых систем рынка ценных бумаг и выработка научно-обоснованных выводов и предложений по перспективам развития торговых систем в современных рыночных условиях.

Для достижения цели исследования автором были сформулированы следующие задачи, определившие логику исследования и структуру работы:

— проанализировать значение и определить место торговых систем в инфраструктуре рынка ценных бумаг;

— исследовать особенности объектов и субъектов фондового рынка, составляющих сферу функционирования торговых систем;

— проанализировать законодательную базу вопроса;

— классифицировать этапы развития торговых систем с целью определения возможных путей развития последних;

— изучить состояние торговых систем российского рынка ценных бумаг в современных условиях;

— определить приоритетные пути развития торговых систем в России;

— выявить и проанализировать основные проблемы и противоречия, препятствующие эффективному развитию современных торговых систем в стране;

— сформулировать конкретные предложения, реализация которых позволит более полно использовать потенциал современных компьютерных и телекоммуникационных технологий в сфере функционирования торговых систем фондового рынка.

ПРЕДМЕТ И ОБЪЕКТ ИССЛЕДОВАНИЯ

Предметом исследования выступает функционирование торговых систем рынка ценных бумаг на примере деятельности наиболее популярных традиционных и альтернативных торговых площадок, а также деятельность их участников.

Объектом исследования являются экономические и организационно-правовые отношения, лежащие в основе деятельности торговых систем рынка ценных бумаг.

ТЕОРЕТИЧЕСКАЯ И МЕТОДОЛОГИЧЕСКАЯ БАЗА ИССЛЕДОВАНИЯ

Проведенное автором диссертационное исследование базируется на современных методах научного познания, в том числе методах логического, сравнительного и исторического анализа; используются системный и ситуационный подходы; наблюдение; выявление, группировка, классификация факторов и др.

В ходе подготовки диссертации автором были изучены труды российских и зарубежных ученых. Теоретические и практические аспекты функционирования торговых систем нашли свое отражение в работах Басова А.И., Буренина А.И., Галанова В.А., Дегтяревой В.И., Кандинской,

Колесникова В.И., О.А. Миркина ЯМ, Никифоровой В.Д., Радыгина А. Д., Торкановского В.С, Рубцова В.В., Ческидова Б.М. и других. Определенные вопросы функционирования торговых систем за рубежом освещались в работах западных экономистов Р.Тьюлза, Л.Гитмана, М.Джонка, Э.Наймана, Р. Лабьера, Э. Брэдли, Д. Скотта и т.д.

Правовая информационная база исследования представлена законодательными актами Российской Федерации и США, нормативными

документами Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг и Комиссии по ценным бумагам и биржам.

Основными источниками статистической информации и аналитических материалов среди периодических изданий являются журналы "Рынок ценных бумаг", "Эксперт", "Деньги", "Банковские технологии", "Инфобизнес", а также информация, представленная в сети Интернет.

НАУЧНАЯ НОВИЗНА

Научная новизна проведенного в диссертационной работе исследования заключается в следующем:

— раскрыты и систематизированы основные принципы функционирования современных торговых систем на основе анализа деятельности последних, определены их особенности;

— предложена новая трактовка основных понятий торговых систем рынка ценных бумаг: уточнены определения торговых систем рынка и инвестиционных ценных бумаг, обоснована необходимость применения понятия квазиторговых систем фондового рынка;

— осуществлена классификация генезиса торговых систем с точки зрения исторических и технологических этапов развития с целью определения дальнейших перспектив их развития;

— проведена сравнительная оценка существующих торговых систем фондового рынка, позволившая определить их функциональные преимущества и недостатки;

— предложены рекомендации по приоритетным направлениям в области совершенствования деятельности торговых систем рынка ценных бумаг;

— проанализирован механизм и перспективы развития Интернет-Трейдинга на основе анализа международного опыта и российской практики использования современных технологий торговли ценными бумагами;

— сформулированы рекомендации по организации деятельности инвесторов на мировых фондовых рынках мира с использованием новейших технологий заключения сделок с ценными бумагами.

ТЕОРЕТИЧЕСКАЯ И ПРАКТИЧЕСКАЯ ЗНАЧИМОСТЬ

Теоретическая и практическая значимость работы заключается в том, что содержащиеся в ней положения и выводы совершенствуют и обновляют существующие представления о принципах функционирования и тенденциях развития торговых систем. Отдельные сформулированные автором предложения и рекомендации могут быть использованы для изучения и решения вопросов, возникающих в сфере функционирования торговых систем не только рынка ценных бумаг, но и других рынков, например рынка электрической энергии. Появление института торговой системы рынка электроэнергии представляет собой очередной этап реструктуризации РАО «ЕЭС России» и предполагает принципиальное изменение существующего механизма торговли электроэнергией, появление новых финансовых инструментов.

По материалам диссертации обубликовано 5 статей. Результаты исследования были положены в основу практических занятий, проводимых диссертантом по дисциплине "Ценные бумаги и биржевое дело".

СТРУКТУРА РАБОТЫ

Структура работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, библиографии и приложений. Логика построения глав диссертации обусловлена поставленными в работе целями и задачами.

АПРОБАЦИЯ РАБОТЫ

Основные положения диссертационного исследования отражены в следующих публикациях :

1. Новые технологии фондового рынка: Интернет-Трейдинг/ Финансовый рынок России : проблемы функционирования и реформирования. Под редакцией Колесникова В.И., ,Леонтьевой И.П., СПБ: Издательство СПГУИЭФ, 2000.

2. Интернет - технологии рынка ценных бумаг/ Финансовый рынок и кредитно-банковская система России: Сборник научных трудов. Под редакцией Колесникова В.И., Давиденко Л.П.,Леонтьевой И.П., СПБ: Издательство Инфо-да, 2001.

3. Альтернативные торговые системы рынка ценных бумаг/ Финансовый рынок и кредитно-банковская система России: Сборник научных трудов. Под редакцией Колесникова В.И., Давиденко Л.П.,Леонтьевой И.П., СПб: Издательство «Инфо-да», 2002.

4. Информационные системы рынка ценных бумаг/ Финансовый рынок и кредитно-банковская система России. Под редакцией Колесникова В.И., Давиденко Л.П.,Леонтьевой И.П., СПБ : Издательство Инфо-да, 2002.

5. Генезис торговых систем рынка ценных бумаг/ Актуальные проблемы экономики и новые технологии преподавания. СПБ : Издательство МБИ, 2002.

1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ТОРГОВЫХ СИСТЕМ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

1.1. СУБЪЕКТЫ И ОБЪЕКТЫ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Потенциал государства с рыночной экономикой определяется степенью развития национального рынка финансовых активов, на котором осуществляются операции с различными финансовыми инструментами, в том числе - ценными бумагами, включающими в себя широкий спектр кратко- и долгосрочных финансовых инструментов. Данный составной сегмент рынка финансовых активов, обслуживающий операции с ценными бумагами, получил название фондового рынка. В международной практике понятия рынка ценных бумаг и фондового рынка являются синонимами.

Основной задачей современного рынка ценных бумаг является является обеспечение инвестиционной активности в национальной экономике, что предполагает использование сложной институциональной и функциональной инфраструктуры рынка, включающей в себя:

— объекты рынка - базисных видов финансовых инструментов, имеющих статус ценных бумаг;

— субъекты рынка - основных участников процесса выпуска и размещения ценных бумаг: эмитентов, инвесторов и инфраструктурных участников.

В международной практике под объектами рынка ценных бумаг понимается многообразие существующих финансовых инструментов, отражающих определенные экономические отношения между участниками рынка, которые оформляются, закрепляются и фиксируются в форме ценных бумаг. Множественность существующих экономических отношений, фиксируемых с помощью ценных бумаг, предполагает невозможность существования универсального международного юридического или экономического определения сущности ценной бумаги, что нашло свое

отражение в федеральном законодательстве большинства развитых стран мира. Например, Закон о ценных бумагах США 1933 г., не содержит формализованного определения ценной бумаги, закрепляя только перечень [список] финансовых инструментов, определяемых государством в качестве ценных бумаг. Аналогичный подход просматривается в Законе об обращении ценных бумаг Германии 1994 г., где во втором параграфе закона вводится понятие ценных бумаг, которыми являются акции, сертификаты, заменяющие акции, долговые обязательства, свидетельства на право пользования, опционы и другие ценные бумаги, которые аналогичны акциям или долговым обязательствам, если они могут находиться в обращении на рынке, который регулируется или контролируется официально признанными органами, регулярно функционирует и прямо или косвенно доступен для публики. Гражданский кодекс РФ содержит формализованный перечень документов, относимых к категории ценных бумаг: государственные облигации, корпоративные облигации, акции, векселя, чеки, депозитные и сберегательные сертификаты, банковские сберегательные книжки на предъявителя, коносаменты, приватизационные ценные бумаги и другие документы, которые законами о ценных бумагах или в установленном порядке отнесены к числу таковых. Таким образом, можно сделать вывод, что принципиальным критерием приобретения документом статуса ценной бумаги является признание последней в качестве таковой государством.

Для изучения вопроса функционирования торговых систем рынка ценных бумаг интерес представляет лишь совокупность финансовых инструментов, имеющих статус ценных бумаг, составляющих основу инвестирования на организованном и неорганизованном рынке ценных бумаг. Используем для их обозначения термин "инвестиционных" ценных бумаг. Отметим, что термин инвестиционной ценной бумаги встечается в современной экономической литературе , однако единства в толковании данного понятия не наблюдается. Для понимания роли данного финансового инструмента в функционировании российского рынка ценных бумаг, сформулируем уточненное определение инвестиционной ценной бумаги.

В соответствии с Указом Президента РФ от 7 октября 1992 г. N 1186 "О мерах по организации рынка ценных бумаг в процессе приватизации государственных и муниципальных предприятий" под инвестиционными ценными бумагами понимались любые ценные бумаги, за исключением ценных бумаг, выпущенных дочерними предприятиями, более 50 процентов которых принадлежат эмитенту. Терминология, используемая Комитетом по Международным Стандартам Бухгалтерского Учета понимает под инвестиционными ценными бумагами ценные бумаги, приобретаемые в целях получения по ним дохода или увеличения капитала и удерживаемые до погашения. В США под термином инвестиционной ценной бумаги [investment security] понимается долгосрочные финансовые инструменты . Отметим также, что само название "инвестиционные" бумаги предполагает предназначение последних для инвестирования денежных средств.

В соответствии с российскими нормами права под ценной бумагой понимается документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и реквизитов имущественные права, осуществление и передача которых возможна только при его предъявлении. Данное определение вводится Гражданским Кодексом РФ3.

Отметим, что ГК РФ существует критерий, по которому ценной бумагой является только тот документ, имущественное право по которому осуществляется при предъявлении подлинника документа. Данный критерий,

по всей видимости, заимствован из советского гражданского права, устанавливавшего необходимость предъявления ценной бумаги для осуществления владельцем бумаги предоставленного ему права. Таким образом, в соответствии с ГК РФ:

— неимущественные права выведены за сферу отношений, связанных с ценными бумагами;

— документарность ценной бумаги является основой удостоверения закрепленной в последней прав.

Согласно ГК РФ, ценная бумага - это документ, удостоверяющий комплекс имущественных прав. При этом, в общей структуре прав, связанных с ценной бумагой, можно выделить:

— права, вытекающие из владения ценной бумагой [права "из ценной бумаги" -удостоверение закрепленных бумагой имущественных прав];

— права на саму ценную бумагу [права "на ценную бумагу" как на вещь, ст. 128ГКРФ];

— удостоверение передачи прав от одного лица к другому.

Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" от 22 апреля 1996 г. N 39 вводит понятие эмиссионной ценной бумаги, под которой понимается любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками:

— закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных законом формы и порядка;

— размещается выпусками;

— имеет равные объемы и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

В данном определении изначально делается акцент на возможности фиксации ценной бумагой прав не только в традиционной документарной форме, но и в без документарной. Особенность последней заключается в том, что обязательство эмитента выражено не в бумажном документе, а в виде записи на особом счете "депо" специализированного лицензированного государством учреждения. Под эмиссионными ценными бумагами в законе "О рынке ценных бумаг" подразумеваются только акции, облигации и сберегательные сертификаты, что делает бессмысленным употребление термина "эмитент" по отношению к выпуску прочих ценных бумаг, например векселей. Необходимо отметить, что в России значительное число предприятий вынуждены использовать вексельные схемы, не имея возможности привлекать краткосрочные инвестиции, более цивилизованным и защищенным от риска способом - с помощью выпуска корпоративных облигаций. Это обусловлено тем, что немногие предприятия могут заплатить 0,8 процента от номинальной стоимости ценных бумаг еще до их размещения. Оборот векселей, по разным источникам, колеблется в пределах 100-300 млрд. руб5. Таким образом, фактически векселя в России стали эмиссионными ценными бумагами. Отметим, что в международной практике эмиссия и выпуск ценных бумаг являются равнозначными терминами.

В соответствии с положением ФКЦБ "Об опционном свидетельстве, его применении и утверждении стандартов эмиссии опционных свидетельств и их проспектов эмиссии" № 1 от 9 января 1997 г опционное свидетельство является "именной ценной бумагой, которая закрепляет право ее владельца .. на покупку .. или продажу .. ценных бумаг .. эмитента опционных свидетельств или третьих лиц .. ". Данное положение определяет в РФ как ценную бумагу разновидность так называемых срочных контрактов, к которым относятся фьючерсы, форварды и опционы - опционное свидетельство. Фьючерсы и форварды в РФ выступают как особые разновидности гражданско-правовых

сделок, не предусмотренных ГК РФ [если не относить их к сделкам типа пари по ст. 1063], но и прямо не запрещенных им.

Основываясь на современной российской нормативно-правовой базе сформулируем основные требования, предъявляемые к ценной бумаге с учетом правовых аспектов:

— ценные бумаги фиксируют определенные обязательства эмитентов перед владельцами бумаг и удостоверяют определенные права последних;

— ценные бумаги существуют в виде строгих бумажных или электронных документов, содержащих ряд законодательно определенных реквизитов, отсутствие которых приводит к ничтожности последних.

Следует отметить, что юридическая природа ценных бумаг отражает определенные экономические отношения, лежащие в их основе - отношения между участниками рынка, которые оформляются, закрепляются и фиксируются в форме ценных бумаг. Для понимания экономической сущности ценной бумаги и формулировки основных экономических критериев ценных бумаг, рассмотрим наиболее часто используемые в современной экономической литературе определения.

Автор популярного исследования рынка ценных бумаг современной России М.Ю. Алексеев6, определяет ценную бумагу как "документ, который отражает связанные с ним имущественные права, может самостоятельно обращаться на рынке и быть объектом купли - продажи и иных сделок, служит источником получения регулярного или разового дохода, выступает разновидностью денежного капитала." Отметим, что неимущественные права владельца ценной бумаги не учитываются в данном определении.

Я.М. Миркин, заведующий кафедрой "Ценные бумаги и биржевое дело" Финансовой Академии при Правительстве России понимает под ценными бумагами "права на ресурсы, обособившиеся от своей основы и даже имеющие

собственную материальную форму" . Вводимое д.э.н. Миркиным ЯМ. понятие ценной бумаги, с нашей точки зрения, не учитывает фиксируемые ценной бумагой экономические отношения.

Учебник "Рынок ценных бумаг", созданный в РЭА имени Г.В. Плеханова под руководством д.э.н. В.А. Галанова и к.э.н. А.И. Басова определяет ценную бумагу как "форму существования капитала, отличную от его товарной, производительной и денежной форм, которая может передаваться вместо него самого, обращаться на рынке как товар и приносить доход".

Автор работы "Деньги, кредит, банки, биржевое дело" Терентьева Т.В. приводит определение ценной бумаги, как "особой инвестиционной стоимости, отражающей имущественные, заемные, обязательственные отношения между участниками фондового рынка, самостоятельно обращающаяся на рынке и имеющая собственный курс, обладающая свойствами ликвидности, надежности, доходности."

Учитывая приведенные нами экономические определения, сформулируем базисные экономические характеристики ценных бумаг, включающие в себя возможность:

— выступать объектом обращения [сделок купли- продажи] на рынке, носящих инвестиционный характер;

— служить источником получения регулярного или разового дохода [титул ценности];

— фиксировать определенные экономические отношения.

На основании сформулированных нами юридических требований к природе ценной бумаги и основных экономических характеристик предложим, следующее определение инвестиционной ценной бумаги:

Инвестиционной ценной бумагой является зафиксированное в определенной государством форме предложение эмитента потенциальным инвесторам, характеризующееся массовостью выпуска и обращения, закрепляющее совокупность прав последних и приносящее им доход.

Отметим, что существенное значение в понимании сущности ценной бумаги является признание последней в качестве таковой одновременно государством и собственно рынком, иначе данный финансовый инструмент становится суррогатом ценной бумаги [или квазиценной бумагой], т.е. финансовым инструментом, функционально похожим на ценную бумагу, но не признаваемый государством и фондовым рынком в качестве таковой. Инвестирование денежных средств в квазиценные бумаги представляет собой значительный риск для инвестора, т.к. выпуск и обращение последних не регулируется государством, вследствие чего права инвесторов слабо защищены. Отметим, что выпуск квазиценных бумаг, как правило, осуществляется с целью привлечения денежных средств инвесторов без процедуры государственной регистрации и раскрытия информации, что, как правило, подразумевает неудовлетворительное текущее финансовое положение эмитента или возможное мошенничество.

Для понимания экономического значения наиболее распространенных инвестиционных ценных бумаг в функционировании систем фондового рынка, как правило, используется деление последних на:

— основные ценные бумаги - выражающие основное право, вытекающее из обладания ими, а именно право на участие в доходах, управлении компанией, получение процентов, ликвидационной стоимости итд. Это акции и облигации;

— производные ценные бумаги - выпускающиеся для подтверждения или исполнения дополнительных прав или обязательств по основной ценной бумаге, среди них наиболее популярными являются разновидности срочных контрактов [фьючерсный, опционный и форвардный] и депозитарные расписки [американские, глобальные итд].

Приведенная классификация не исчерпывает все многообразие существующих видов инвестиционных ценных бумаг, охватывая лишь наиболее часто использующиеся в международной практике виды.

Жизненный цикл инвестиционных ценных бумаг состоит из нескольких этапов:

— Выпуск [эмиссия] ценных бумаг;

— Размещение ценных бумаг;

— Обращение ценных бумаг;

Каждый из перечисленных этапов является основой для функционирования определенных субъектов рынка.

Институт государственного или частного сектора, осуществивший в соответствии с законодательно определенными процедурами выпуск ценных бумаг и несущий от своего имени обязательства перед владельцами эмитированных им ценных бумаг по осуществлению закрепленных последними прав, называется эмитентом8.

Статус эмитента на рынке влияет на инвестиционные качества выпускаемых им ценных бумаг, определяемых рейтингом - устанавливаемым независимыми рейтинговыми агентствами уровнем сопоставимой оценки фондовых инструментов. К настоящему времени самый большой авторитет9 в мире имеют два рейтинговых агентства - Standard & Poor s Creditwire [S&P s] и Moody s Investors Service [Moody s]. Основное деление рейтингов ведущих агентств идет по следующей шкале: ценные бумаги инвестиционного класса = ценные бумаги спекулятивного класса = субмаргинальные [ненадежные] ценные бумаги [См. Приложение №1]. Каждый из крупных рейтинговых классов включает много более мелких, имеющих буквенные обозначения. Российские рейтинговые агентства еще не завоевали достаточного авторитета, их рейтинги мало используются даже внутри России. Считается, что

государственные ценные бумаги имеют самый высокий рейтинг - близкий к нулевому риск неисполнения эмитентом [государством] своих обязательств, вследствие обеспечения последних ресурсами и гарантиями бюджета государства.

Эмитент может самостоятельно осуществлять размещение выпущенных ценных бумаг или поручить данную процедуру специализированному посреднику - андеррайтеру, профессиональному консультанту по размещению выпуска ценных бумаг эмитента.

Привлечение андеррайтера для осуществления эмиссии не является обязательным по российскому законодательству. Тем не менее, участие в этом процессе профессионала является желательным, и, как показывает практика, зачастую выступает ключевым фактором успешного размещения ценных бумаг, особенно если эмитент не обладает достаточным опытом работы на фондовых рынках и не владеет техникой эмиссии ценных бумаг. Андеррайтер может помочь эмитенту не только в определении наиболее реальных и эффективных способов привлечения капитала, уточнении параметров и структуры эмиссии, но и оказать ощутимую практическую помощь на последующих этапах подготовки эмиссии, регистрации и размещения ценных бумаг.

В зависимости от характера размещения эмитированных ценных бумаг в международной практике выделяют:

— публичную или открытую эмиссию ценных бумаг, т.е. предложение ценных бумаг для приобретения неограниченному кругу лиц;

— частную или закрытую эмиссию ценных бумаг, т.е. предложение ценных бумаг для приобретения заранее известному кругу потенциальных инвесторов.

Лицо, осуществившее инвестиции собственных или заемных средств в эмитированные ценные бумаги становится инвестором. Различают индивидуальных, корпоративных и институциональных инвесторов.

Категория индивидуальных [частных] инвесторов включает в себя физических лиц, приобретающих ценные бумаги за счет собственных средств. Отметим, что владельцем ценных бумаг можно стать не только в результате их покупки, но и получив их в дар, по наследству, в процессе обмена, а также в других законодательно определенных случаях. Например, в начале 90-х годов 20 века российские граждане в процессе приватизации государственной собственности стали владельцами ваучеров [приватизационных чеков] -государственных ценных бумаг на предъявителя. В государствах с развитыми финансовыми рынками инвестиции граждан могут составлять очень значительную долю в общем объеме вложений в ценные бумаги. Так, например, на рынке ценных бумаг США физические лица совершают большинство сделок по приобретению акций, благодаря большой численности частных инвесторов, хотя эта категория инвесторов редко заключает крупные сделки. Категория частных инвесторов является показательной с точки зрения доверия, оказываемого фондовому рынку физическими лицами. В России, к сожалению, доля индивидуальных инвесторов незначительна. Данный сегмент инвестиционной составляющей рынка, как уже упоминалось, был принудительно сформирован в нашей стране в рамках реализации процесса ваучерной приватизации. Потенциал данного сегмента огромен и по данным Госкомстата РФ за март 2001 г. составлял величину в 20 млрд. долл. США, что сопоставимо с половиной текущих золотовалютных резервов России. Тем не менее, события 18 августа 1998 года все еще не позволяют большинству индивидуальных инвесторов оценивать вложения в ценные бумаги как надежные вследствие низкого доверия даже к государственным ценным бумагам.

Корпоративные инвесторы представляют собой совокупность различных фирм, предприятий и компаний, которые свои временно свободные денежные средства вкладывают в ценные бумаги. Для таких инвесторов инвестиционная деятельность не является основной, это лишь средство максимизировать свою прибыль.

Институциональные инвесторы включают в себя различные финансово-кредитные институты, специализирующиеся на совершение операций с ценными бумагами, у которых свободные денежные средства, предназначенные для инвестирования в ценные бумаги, образуются в силу характера их деятельности. К ним относятся все виды инвестиционных фондов, негосударственные пенсионные фонды, страховые компании. Данная категория инвесторов осуществляет операции с ценными бумагами постоянно, т.к. их свободные денежные средства непосредственно предназначены для инвестирования в ценные бумаги.

Институциональные инвесторы играют все большую роль на финансовом рынке, и эта роль в последние десятилетия быстро возрастает. Например, на американском фондовом рынке институциональные инвесторы владеют более чем половиной акций , выпущенных в обращение американскими корпорациями. Фондовый рынок России является рынком институциональных инвесторов, совершающих подавляющие большинство сделок.

В зависимости от мотивов инвестирования свободных денежных средств инвесторы подразделяются на стратегических, ориентированных на долгосрочное участие в капитале эмитента и спекулятивных, приобретающих бумаги для краткосрочного владения с целью извлечения прибыли на вторичном рынке за счет колебаний курса ценой бумаги.

Совокупность сделок купли-продажи, совершающихся с ценными бумагами на вторичном рынке, называется обращением ценных бумаг. Обращение ценных бумаг представляет собой процесс, отражающий деятельность инфраструктурных участников рынка, осуществляющих свои операции на основании специальных разрешений - лицензий, выдаваемых специализированными государственными органами, регулирующими рынок ценных бумаг. В России в соответствие с Федеральным Законом № 39 "О рынке ценных бумаг" введен и используется термин профессионального участника рынка ценных бумаг.

По нашему мнению, термин инфраструктурного участника рынка точнее описывает характер деятельности данных субъектов рынка ценных бумаг, чем термин профессионального участника, т.к. организации, представляемые инфраструктурными участниками, непосредственно формируют

инфраструктуру рынка ценных бумаг, в то время как термин профессионального участника подразумевает прежде всего определенный уровень подготовки или специализации.

Деятельность инфраструктурных участников исключительно важна для рынка ценных бумаг, т.к. представляемые ими организации способствуют:

— снижению транзакционных издержек сторон по сделке за счет стандартизации отдельных этапов заключения и исполнения сделок;

— снижению рисков, связанных с операциями на рынке, путем их перемещения с каждого отдельного участника на систему инфраструктурных институтов в целом, т.е. на сообщество инфраструктурных участников.

В России функции лицензирования деятельности профессиональных участников выполняет Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг - орган исполнительной власти по проведению государственной политики в области рынка ценных бумаг, контролю за деятельностью профессиональных участников рынка ценных бумаг и обеспечению прав инвесторов, акционеров и вкладчиков.

Как правило, в международной практике12 выделяют следующие основные виды инфраструктурных участников рынка:

— Институт финансовых посредников , включающих в себя:

дилерские компании, совершающие сделки купли-продажи ценных бумаг от своего имени за свой счет путем публичного объявления цен покупки и продажи ценных бумаг с обязательством покупки и продажи этих ценных бумаг по объявленным ценам;

брокерские компании, осуществляющие операции купли-продажи ценных бумаг за счет клиента на основании специальных договоров комиссии или поручения.

— Институт финансовых консультантов:

инвестиционных консультантов [Джобберов14], предоставляющих своим клиентам платные консультации по операциям в рамках текущей конъюнктуры рынка;

эмиссионных консультантов [Андеррайтеров],

специализирующихся на обслуживании процедур эмиссии и размещения ценных бумаг.

— Институт управляющих портфелями ценных бумаг - организаций, осуществляющие деятельность по управлению портфелем ценных бумаг клиента или денежными средствами последнего, предназначенными для осуществления инвестиций в ценные бумаги. В международной практике данная деятельность известна под названием траста [trust]. В российской практике такого рода операции осуществляют компании, имеющие

лицензию ФКЦБ на осуществление деятельности по доверительному управлению ценными бумагами. Важным отличием термина доверительного управления [романо-германская система права] от траста [английская система права] является наделение трастового управляющего исключительно широкими полномочиями по отношению к объекту управления - ценным бумагам, вплоть до полномочий самого собственника.

— Институт учета прав собственности:

институт регистраторов, осуществляющих на основании договора с эмитентом деятельность по ведению реестра собственников ценных бумаг. Данный институт обслуживает компании-эмитенты ценных бумаг;

институт депозитариев, специализирующихся на оказании услуг по учету изменений владельцев зарегистрированных в ней ценных бумаг, а также удостоверению и реализации закрепляемых последними прав. Данный институт ориентирован на обслуживание инфраструктурных участников фондового рынка и владельцев ценных бумаг.

Следствием развития института учета прав собственности является обезналичивание оборота ценных бумаг, что приводит к постепенному исчезновению ценной бумаги на бумажном носителе. — Институт организации сделок купли-продажи: институт организаторов торгов, обеспечивающего функционирование механизма осуществления сделок купли-продажи ценных бумаг между субъектами рынка; институт организаторов расчетов, предоставляющего услуги по организации расчетов по сделкам с ценными бумагами с использованием клиринговых процедур по определению и зачету взаимных требований и обязательств между сторонами сделок. Институты учета прав собственности и организации сделок купли-продажи имеют исключительное значение для работы развитого рынка ценных бумаг любого государства, т.к. управляющие портфелем, финансовые консультанты и посредники представляют собой элементы, функционирующие в рамках существующих систем учетной и торговой инфраструктуры. Ключевое положение этих систем в модели фондового рынка приводит к тому, что их интересы зачастую вступают в противоречие, т.к. крупному финансовому посреднику удобнее и выгоднее объединять своих клиентов в рамках одного подконтрольного института учета прав собственности, чем организовывать свою работу с позиций обеспечения эффективности функционирования учетной системы рынка ценных бумаг. На сегодняшний день, институты учета прав собственности российского фондового рынка включают в себя свыше ста регистраторов и депозитариев, среди которых необходимо выделить Национальный депозитарный центр, преимущественно предназначенный для обслуживания сделок с ценными бумагами на Московской Межбанковской Валютной Бирже, Депозитарно-клиринговую компанию, обслуживающую торги в РТС, а также Санкт-Петербургский Расчетно-депозитарный центр, созданный для обслуживания торгов субнациональными ценными бумагами на фондовых биржах Санкт-Петербурга. Большинство остальных организаций, имеющих депозитарную лицензию, используют ее преимущественно для обеспечения доступа в перечисленные институты учета прав собственности. Ведущими российскими институтами организации сделок купли-продажи с ценными бумагами выступают Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ) и Российская торговая система (РТС), на долю которых приходится более 90% всего оборота ценных бумаг на организованном рынке, что отчетливо свидетельствует о высокой концентрации финансового капитала в столице и тенденции к централизации инфраструктурных организаций на рынке финансовых инструментов. С ММВБ работают более 450 банков и финансовых компаний, занимающихся операциями с ценными бумагами. В настоящее время на бирже ведутся торги более чем по 250 видам ценных бумаг свыше 140 эмитентов. С РТС работает порядка 240 инвестиционных компаний и банков, которые осуществляют операции с более чем 400 ценными бумагами свыше 240 эмитентов.

Таким образом, для определения места торговых систем в в функционировании целостной модели современного фондового рынка в данном разделе мы рассмотрели основные субъекты и объекты последнего и обобщили наиболее распространенные в международной и российской практике виды инфраструктурных участников.

## Субъекты и объекты рынка ценных бумаг

Потенциал государства с рыночной экономикой определяется степенью развития национального рынка финансовых активов, на котором осуществляются операции с различными финансовыми инструментами, в том числе - ценными бумагами, включающими в себя широкий спектр кратко- и долгосрочных финансовых инструментов. Данный составной сегмент рынка финансовых активов, обслуживающий операции с ценными бумагами, получил название фондового рынка. В международной практике понятия рынка ценных бумаг и фондового рынка являются синонимами.

Основной задачей современного рынка ценных бумаг является является обеспечение инвестиционной активности в национальной экономике, что предполагает использование сложной институциональной и функциональной инфраструктуры рынка, включающей в себя:

— объекты рынка - базисных видов финансовых инструментов, имеющих статус ценных бумаг;

— субъекты рынка - основных участников процесса выпуска и размещения ценных бумаг: эмитентов, инвесторов и инфраструктурных участников.

В международной практике под объектами рынка ценных бумаг понимается многообразие существующих финансовых инструментов, отражающих определенные экономические отношения между участниками рынка, которые оформляются, закрепляются и фиксируются в форме ценных бумаг. Множественность существующих экономических отношений, фиксируемых с помощью ценных бумаг, предполагает невозможность существования универсального международного юридического или экономического определения сущности ценной бумаги, что нашло свое отражение в федеральном законодательстве большинства развитых стран мира. Например, Закон о ценных бумагах США 1933 г., не содержит формализованного определения ценной бумаги, закрепляя только перечень [список] финансовых инструментов, определяемых государством в качестве ценных бумаг. Аналогичный подход просматривается в Законе об обращении ценных бумаг Германии 1994 г., где во втором параграфе закона вводится понятие ценных бумаг, которыми являются акции, сертификаты, заменяющие акции, долговые обязательства, свидетельства на право пользования, опционы и другие ценные бумаги, которые аналогичны акциям или долговым обязательствам, если они могут находиться в обращении на рынке, который регулируется или контролируется официально признанными органами, регулярно функционирует и прямо или косвенно доступен для публики. Гражданский кодекс РФ содержит формализованный перечень документов, относимых к категории ценных бумаг: государственные облигации, корпоративные облигации, акции, векселя, чеки, депозитные и сберегательные сертификаты, банковские сберегательные книжки на предъявителя, коносаменты, приватизационные ценные бумаги и другие документы, которые законами о ценных бумагах или в установленном порядке отнесены к числу таковых. Таким образом, можно сделать вывод, что принципиальным критерием приобретения документом статуса ценной бумаги является признание последней в качестве таковой государством.

## Понятие и сущность биржевых торговых систем

Понятие биржевой торговой системы рынка ценных бумаг исчерпывается термином фондовой биржи, как особого, институционально организованного рынка, на котором обращаются ценные бумаги наиболее высокого качества, операции на котором совершают участники рынка ценных бумаг.

Исторически биржевая торговля возникла несколько веков назад в форме организованных рынков оптовой торговли товарами [ярмарки, караванная торговля]. Однако ее отличала эпизодичность, отсутствие определенного места торговли и правил торговли.

По свидетельству французского историка Фернана Броде л я23, в 1309 г. "у вершины торговой жизни, над ярмарками и рядом с ними, создавалась знаменитая брюггская биржа, очень рано ставшая центром сложной торговли деньгами". Брюгге играл важнейшую роль в международной торговле XIV-XVI веков и справедливо назывался современниками "маклером христианских народов". Именно этот город и подарил миру термин "биржа". Считается, что это слово произошло от одноименного названия площади биржевых собраний Брюгге, где находился дом, принадлежащий старинному роду van der Buerse. На гербе этого рода, вывешенном на воротах дома, были изображены три кошелька - ter buerse. Данное понятие исследователи связывают с латинским словом bursa - кожаный мешок или кошелек, а в переносном смысле -денежные суммы. Таким образом, само понятие "биржа" происходит от немецкого borse, голландского bturs и латинского bursa [кошелек, сумка].

Наименование Buerse в XVI веке распространилось по всей континентальной Европе, сохранившись и поныне. Лишь биржа, созданная в Лондоне, получила название Stock Exchange, которое прочно укоренилось в англоязычных странах.

Товарные биржи явились родоначальником современных бирж, и в зависимости от того, что на ней продавалось: товары, ценные бумаги или валюта, из них в дальнейшем выделились фондовые и валютные биржи. Фондовые биржи возникают с появлением акционерного капитала.

Проведенный нами исторический анализ развития биржевых торговых систем показал, что эволюция сущности фондовой биржи максимально упрощенно может быть отражена в следующих этапах:

— начало 17 века: возникновение и расцвет классических фондовых бирж [Амстердам, 1611 год];

— конец 19 века: появление классических фьючерсных бирж [Чикаго, 1865 год];

— середина 80-х годов 20 века: заимствование классическими фондовыми биржами технологий электронных внебиржевых торговых систем [NASDAQ, 1971 год];

— середина 90-х годов 20 века: становление и развитие квазиторговых систем прямого доступа и Интернет-Трейдинга.

Всего на сегодняшний день в мире насчитывается около 170 фондовых бирж24, крупнейшими из которых являются следующие: Нью-Йоркская фондовая биржа [NYSE: New York Stock Exchange], Американская фондовая биржа [АМЕХ], Лондонская [LSE], Токийская [TSE], Франкфуртская, Цюрихская, Парижская и Гонконгская. В таблице №1 отражено количество фондовых бирж в разрезе крупнейших государств.

## Понятие и сущность интернет-трейдинга

Стремительное развитие компьютерных и телекоммуникационных технологий на рубеже двадцатого и двадцать первого века привело к появлению нового поколения инвесторов, использующих возможности сети Интернет как глобальной распределенной инфраструктуры передачи данных для осуществления инвестиций на международных фондовых рынках.

Интернет-Трейдинг впервые получил известность в середине 90-х годов как технология, позволяющая упростить и ускорить процесс приема приказов от частных инвесторов на операции с ценными бумагами, а также как чрезвычайно прибыльный для финансовых посредников бизнес. В конечном итоге это привело к пересмотру ряда экономических моделей и концепций функционирования мировых финансовых рынков в целом, возникновению принципиально новой конкурентной среды, разработке технологических стандартов, появлению новых игроков, торговых площадок и финансовых инструментов. С распространением Интернет-технологий и появлением онлайновых брокеров операции с ценными бумагами стали существенно доступнее как с финансовой, так и с территориальной точки зрения.

Основу технологии, для обозначения которой часто используется термин Интернет-Трейдинг , составляет принцип онлайн-инвестирования, т.е. возможность формирования и управления инвестиционным портфелем с использованием современных компьютерных технологий.

Система онлайн-инвестирования может использоваться как конечным инвестором, так и брокером. В первом случае под онлайн-инвестированием понимается система, позволяющая клиенту общаться со своим брокером, причем не с торговой системой, а именно с брокером. Дело в том, что в большинстве мировых торговых систем доступ к торгам предоставляется исключительно профессиональным участникам рынка, то есть лицензированным дилерам и брокерам. Во втором случае, под онлайн-инвестированием подразумевается система, позволяющая клиенту общаться либо с вышестоящим брокером, либо осуществлять непосредственно доступ к торгам на торговой площадке. Последний вариант на развитых биржах, как правило, реализован в виде удаленных торговых терминалов, использующих для связи с торговой системой выделенные каналы связи. Со стороны биржи Интернет-Трейдинг может быть востребован и реализован для предоставления доступа к торговой сессии брокерам, по каким-либо причинам не имеющих возможности подключиться по выделенному каналу. Причины у брокеров могут быть разными - от технических [невозможности реализации подключения по выделенному каналу] до экономических [поддержка удаленного терминала с выделенным каналом значительно дороже доступа в интернет]. Брокер, как аккредитованный участник торгов является либо пользователем [в случае доступа к торгам на бирже не через удаленный терминал, а посредством интернет], либо поставщиком услуги Интернет-Трейдинга для своего клиента. В последнем случае основной задачей, стоящей перед брокером, становится автоматизация приема от клиента поручений и передачи ему отчетов о совершенных по этим поручениям сделок, а также дополнение уже вышеуказанного документооборота [поручение клиента - отчет брокера] информационной услугой клиенту о состоянии торговой сессии. При этом достаточно предоставить клиенту некий эмулятор торгового терминала, транслирующий в режиме реального времени торговую сессию на его монитор, и обеспечить оперативное выставление на бирже котировок и заключение сделок, соответствующих поручению клиента. При достижении предоставляемым брокером клиенту сервисом режима онлайн [on-line], у последнего возникает полная иллюзия, что он самостоятельно выставляет котировки и осуществляет сделки в торговой системе, что не соответсвует действительности. При условии соблюдения брокером всех нормативов, регламентирующих брокерскую деятельность, преимущества эмуляции биржевых торгов для клиента бесспорны.