

Секреты биржевой торговли

Инвестиционная оговорка

Настоящая книга имеет информационно-просветительское назначение и не является предложением проводить операции на рынке ценных бумаг. Информация, в ней содержащаяся, не может рассматриваться, как предложение о покупке или продаже ценных бумаг. Данные, приведенные в тексте, получены из источников, которые мы считаем надежными, но не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Ни авторы, ни издатель не несут никакой ответственности за использование информации, содержащейся в настоящей книге, а также за операции с упоминающимися в ней ценными бумагами.

СЕКРЕТЫ БИРЖЕВОЙ торговли

Торговля акциями на фондовых биржах

Книга написана действующими трейдерами, поэтому вопросы инвестиций в акции и особенности биржевой игры рассматриваются сугубо с практической точки зрения. Особое внимание уделено балансу спроса и предложения на фондовом рынке, отбору акций, маржинальной торговле, технике исполнения приказов и анализу основных ошибок начинающих ш роков. Новое издание отражает изменения, произошедшие на российском фондовом рынке, в том числе и в нормативной базе по состоянию на начало 2006 г. Авторы вводят новые понятия и индикаторы, описывают более детально риски инвестирования и технику манипулирования рынком. Книга адресована как начинающим, так и опытным инвесторам, снабжена множеством иллюстраций и конкретных примеров.

СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие к третьему изданию

Предисловие к первому изданию.

От авторов

Благодарности

Часть I. Введение в фондовый рынок

Глава 1. Виды и природа ценных бумаг

Глава 2. Сущность и значение фондового рынка

Глава 3. Инфраструктура рынка ценных бумаг

Глава 4. Российские и западные биржевые площадки

Глава 5. Торговля на бирже

Глава 6. С какой суммой можно начинать работать на фондовом рынке?

Глава 7. Инвестор - среднесрочный инвестор — спекулянт

Глава 8. Выбор брокера и инструментария

Часть II. Основные понятия и категории торговли

Глава 9. Типы счетов и портфель клиента

Глава 10. Типы и исполнение клиентских приказов

Глава 11. Условные биржевые приказы

Глава 12. Отображение ордеров и сделок инвестора

Глава 13. Операции с маржей и короткие продажи

Глава 14. Учет маржинальных позиций на фондовом рынке

Глава 15. Отображение цен акций на графиках и в таблицах

Часть III. Характеристики ценных бумаг

Глава 16. Основные характеристики ценных бумаг

Глава 17. Фундаментальные показатели ценных бумаг

и основные характеристики эмитентов

Глава 18. Классификация и отбор акций для торговли

Глава 19. Риски, доходность и волатильность ценных бумаг

Глава 20. Эластичность плавающего предложения

и временные аспекты инвестирования

Глава 21. Тренды, потеря устойчивости и теория катастроф

Часть IV. Основы технического анализа

Глава 22. Аксиомы технического анализа

Глава 23. Уровни поддержки и сопротивления

Глава 24. Тренды. Линии поддержки и сопротивления трендов

Глава 25. Скользящие средние

Глава 26. Схождение-расхождение скользящих средних: MACD

Глава 27. Трендовые и рейнджевые осцилляторы

Глава 28. Конверты и границы Боллинджера

Глава 29. Parabolic SAR и индикатор ДеМарка

Глава 30. Индикаторы, включающие объем торгов,

и индикаторы волатильности

Глава 31. Волны Эллиотта и представления Ганна

Глава 32. Уровни Фибоначчи

Глава 33. Комбинации японских свечей

Часть V. Техника биржевой торговли

Глава 34. Условные и безусловные приказы

Глава 35. Работа на быстром и высоковолатильном рынке

Глава 36. Работа на неликвидном рынке

Глава 37. Отличия работы на российском

и западном фондовых рынках

Часть VI. Игры профессионалов

Глава 38. Работа маркетмейкера и специалиста

Глава 39. Исполнение брокером крупных клиентских заявок
Глава 40. Работа профессионала против толпы
Глава 41. Маскировка своих намерений
Часть VII. Действия индивидуалов на рынке
Глава 42. Работа скал-пера
Глава 43. Работа профессионального спекулянта
Глава 44. Инструментарий дэй-трейдера
Глава 45. Игры на открытии и действия овернайт-спекулянта

Часть VIII. Краткосрочное инвестирование и управление рисками
Глава 46. Пять составляющих успеха
Глава 47. Определение потенциального риска и дохода
Глава 48. Определение точек входа и минимизация рисков
Глава 49. Управление риском позиции и определение точек выхода
Глава 50. Некоторые приемы успешной торговли
Вместо заключения. Основные ошибки начинающих игроков
Об авторах

Предисловие к третьему изданию

За время с момента выхода в свет первого издания нашей книги в марте 2003 г. прошло не слишком много времени, но слишком многое изменилось на нашем молодом и динамичном фондовом рынке. Рынок не только вырос, он стал «взрослее», избавился от многих «детских болезней». Стали более понятны и разумны «правила игры», диктуемые регулятором нашего рынка — Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР).

За это время сменилось и целое поколение трейдеров. На рынке осталось немного игроков, помнящих катастрофу 1998 г., еще меньше — испытавших на себе взлеты и падения преддефолтного 1997 г. И это закономерно. Взамен на наш рынок пришли консервативные западные фонды. Бурно развивается индустрия коллективного инвестирования, возник значительный слой людей, ставших инвесторами и перераспределившими свои сбережения с банковских депозитных счетов в пользу среднесрочных и долгосрочных инвестиций. Одновременно в последние годы резко увеличилось число игроков, которые желают сами покупать акции и управлять ими.

Все вышеперечисленное отразилось на рынке и заставило нас переработать книгу к выпуску третьего издания.

Во-первых, текст был избавлен от неточностей, замеченных в предыдущих изданиях. Во-вторых, мы убрали все, что за последние три года утратило свою актуальность. В-третьих, изложение приведено в соответствие с действующей на март 2006 г. нормативной базой. И наконец, в-четвертых, мы сделали существенные дополнения и изменения.

Дополнения внесены в главы, посвященные техническому анализу, куда добавлены новые индикаторы, в том числе индикаторы волатильности. Полностью переработаны главы 19 и 47, описывающие и классифицирующие риски инвестирования. Введено понятие фрактальности рынков, приведены подходы, описывающие волатильность, добавлены описания некоторых манипуляций рынком и пр.

Все сделанное дает нам надежду, что обновленная книга будет полезна новому поколению читателей и сохранит свою актуальность по крайней мере на ближайшие два года.

В заключение мы хотим выразить благодарность нашему редактору Маргарите Савиной за терпение и тот титанический труд, который она проделала, подготавливая книгу к переизданию, а также главе издательства «Альпина Бизнес Букс» Алексею Ильину за его внимание к российскому фондовому рынку и заботу об отечественных инвесторах.

В. Твардовский, С. Паршиков Март, 2006

Предисловие к первому изданию

Уважаемые друзья!

Перед вами — замечательная книга. Это первое за 7 лет существования российского биржевого рынка, как раньше называли, «научно-практическое издание», посвященное тонкостям этого увлекательного бизнеса. У нас уже есть много книг, как правило, переводных, в которых описываются нюансы технического анализа, изощренные торговые стратегии или математические аспекты существования рынка деривативов. Но «Секреты биржевой торговли» — книга, написанная российскими авторами прежде всего для тех «продвинутых» российских читателей, кто хотел бы попробовать свои силы в, наверное, самом интересном, быстроразвивающемся и интеллектуальном рынке — рынке инвестиций, для кого слово «спекулянт» не является оскорблением, для кого «быки» и «медведи» существуют не только в зоопарках, а «мыльные пузыри» раздуваются не только в ванной комнате.

Авторы — известные специалисты в нашем рынке, практикующие трейдеры и управляющие, с богатым опытом работы на рынках России и США. Они смогли написать монографию, равно интересную как для начинающих, так и для «зубров» инвестиционного рынка. При этом упор в книге делается именно на практическую составляющую бизнеса — от грамотного оформления биржевых приказов до важных аспектов анализа рисков при формировании инвестиционного портфеля. Именно такого опыта часто не хватает нашему инвестору, а в многочисленных переводных публикациях, как правило, описываются либо теоретические аспекты, либо околохудожественные «воспоминания трейдера».

Я бы порекомендовал эту книгу в качестве обязательного учебного пособия для всех как начинающих, так и «развивающихся» трейдеров, портфельных управляющих и риск-менеджеров. Честное слово, она стоит многих официальных учебников.

Особая благодарность — издательству «Альпина Паблишер» за многолетнюю работу по просвещению читательской аудитории в сложных вопросах финансовых рынков — десятки книг этого издательства стали настольными для наших финансистов, банкиров и биржевиков. Восходящего вам тренда!

*Алексей Саватюгин Председатель Правления Национальной Ассоциации участников
фондового рынка (НАУФОР)*

Декабрь, 2002

И оглянулся я на все дела мои... и вот, все - суета и томление духа...

Екклесиаст, 2.8-11

От авторов

При работе на фондовых рынках России, Европы и США нам регулярно приходится сталкиваться с одной и той же группой вопросов: где можно прочесть о принципах инвестирования в ценные бумаги? Где можно получить информацию о правилах работы на фондовом рынке? Какие книги стоит прочесть, чтобы научиться самим торговать на бирже ценными бумагами через Интернет? Какую информацию и как нужно использовать для торговли? Что нужно знать о принципах и устройстве рынка, чтобы более эффективно торговать и не нести потерь? Сначала мы старательно отвечали на эти и другие вопросы клиентов, обсуждали с ними способы и методы торговли. Потом снабжали интересующихся списком литературы по биржевому делу, рекомендовали посетить краткие курсы трейдинга и попробовать свои силы сначала в виртуальной торговле с помощью различных биржевых онлайн-игр. Кончилось тем, что мы взяли на себя труд составления ежедневного обзора российского фондового рынка с точки зрения торгующего трейдера. Этот обзор, публикуемый в рубрике «Перед открытием рынка», до сих пор ежедневно выходит под псевдонимом Сидора Кукуева на корпоративном сайте Инвестиционной компании «Ай Ти Инвест» (www.ittrade.ru). Несмотря на то что обзор пользовался достаточной популярностью среди наших клиентов и посетителей, некоторые из них продолжали нести убытки в своей торговле и задавать те же самые сакраментальные вопросы.

Общение с клиентами-инвесторами, а также разговоры с коллегами-трейдерами убедили нас в том, что зачастую даже самые «продвинутые» и успешные из них не понимают, чем отличается риск-менеджмент от управления капиталом, и не обладают теми знаниями, которые, безусловно, могли бы положительно повлиять на их торговлю.

Анализ существующей литературы также показал, что в популярных книгах по трейдингу, доступных рядовому инвестору, не слишком обремененному экономическими знаниями, содержится слишком мало информации о технике совершения операций на бирже, с одной стороны, и о методах управления рисками, ведения позиции и управления капиталом, с другой. Вместе с техническим и фундаментальным анализом техника совершения операций и методы риск-менеджмента являются, по нашему мнению, краеугольными камнями в построении успешной торговли на фондовом рынке и становлении успешного трейдера. Мы постарались восполнить существующий пробел и написали эту книгу.

Везде, где только можно, мы старались избегать сложных математических построений и выкладок и стремились подать материал в форме, наиболее доступной рядовому инвестору. Вместе с тем мы не рискнули впадать и в другую крайность — упрощения и профанации, столь характерных для многих популярных книг по биржевой торговле. Соответственно читателю понадобится некоторый труд для осмысления материала. С другой стороны, то деление на главы, которое принято в этой книге, позволяет искушенному читателю или продвинутому инвестору без ущерба для понимания пропускать те места, которые ему хорошо знакомы.

В процессе работы над книгой выяснилось, что ряд материалов, посвященных работе с облигациями, принципам формирования инвестиционных портфелей, хеджирования рисков срочными сделками, просто не может быть включен в настоящее издание по причине слишком большого объема. Это побудило нас исключить эти материалы, так как при первом знакомстве с работой на фондовом рынке они явно излишни.

Структура предлагаемой книги достаточно проста. Она состоит из восьми частей. В части I рассматриваются общие понятия фондового рынка и целей инвестирования. Осознание этих центральных понятий позволяет точно определить свое место на рынке и выработать собственную парадигму торговли. Эта же часть книги помогает понять начинающему инвестору принципы работы рынка, функционирование его инфраструктуры, а также права инвестора и обязанности профессиональных участников рынка по отношению к нему. Части II и III посвящены знакомству с основными понятиями торговли, учетом операций с маржей, видами и способами исполнения приказов, основными характеристиками ценных бумаг, жаргоном трейдеров, отображением и интерпретацией рыночной информации. Без знаний, изложенных в части II, бывает трудно разобраться с тем материалом, что дает брокер клиенту, и правильно его интерпретировать. Тем, кто уже имеет опыт общения с онлайн-брокером, этот материал также может быть полезен, особенно в части правильности учета ваших операций по маржинальной торговле.

Благодарности

При работе над этой книгой мы пользовались всеми информационными и торговыми средствами, предоставленными нам ЗАО «Инвестиционная компания "Ай Ти Инвест"». Так или иначе, но именно коллектив этой компании позволил нам наиболее полно реализовать наши возможности в торговле на фондовом рынке. Эти возможности включали работу со средствами и компании, и клиентов в рамках доверительного управления. Безусловно, это оказало большое влияние на появление этой книги, и мы выражаем свою признательность всем сотрудникам компании «Ай Ти Инвест».

Пользуясь случаем, хотим выразить искреннюю благодарность Михаилу Тяжлову, Сергею Гнедому и Сергею Егишянцу за полезные замечания, сделанные по чтению рукописи, и многочисленные дискуссии. Наш друг Олег Филатов, торгующий рядом с нами, оказывал нам ежедневную помощь и поддержку, за что мы также выражаем ему искреннюю признательность. Особую благодарность авторы хотят выразить своему коллеге Михаилу Иванову, без внимания и поддержки которого эта книга никогда бы не появилась на свет.

Вовсе не так легко отыскать книгу, которая научила нас столь же многому, как книга, написанная нами самими. Фридрих Ницше. Злая мудрость

Часть I

Введение в фондовый рынок

В первой части книги мы рассмотрим основные, краеугольные понятия рынка ценных бумаг. Без понимания этих категорий инвестиционная деятельность лишена внутреннего смысла. Как известно, на фондовом рынке любой страны собирается наиболее активная и внутренне мотивированная часть общества. Не составляет исключения и Россия. В исторически сложившихся условиях у подавляющего большинства активных людей, потенциальных участников фондового рынка, и даже у действующих игроков рынка ценных бумаг нет и не может быть экономического образования. Инвесторы, присутствующие на рынках не первый год, постигают экономику и понятия фондового рынка в процессе торговли. Разумеется, многие категории фондового рынка кажутся интуитивно ясными и на бытовом уровне. Но для начинающего инвестора или человека, который задумался об этом, знание базовых принципов функционирования рынка ценных бумаг не может быть лишним. Поэтому прежде, чем излагать тонкости торговли и инвестирования, мы решили рассказать об основных понятиях, относящихся к фондовому рынку, о чтении рыночной информации и характеристиках ценных бумаг. Первая часть — это введение в фондовый рынок: она знакомит читателя с различными видами деятельности на рынке, устройством самого рынка и ролью ценных бумаг в современном обществе.

Глава 1

Виды и природа ценных бумаг

Ценные бумаги и инвестиции

С древнейших времен в обществе действуют три краеугольных понятия экономики: частная собственность, денежные средства и долговые обязательства. Интуитивно, на бытовом уровне, объяснить, чем собственность отличается от денежных средств и что такое долг, может любой. Менее понятны иные вопросы: при чем здесь ценные бумаги и что есть инвестиции? Каким целям служат ценные бумаги, стоит ли заниматься инвестированием, а если стоит, то как? Частично ответить на эти вопросы мы постарались в этой главе.

Ценная бумага—это юридически признанное соглашение, фиксирующее право владельца на часть какой-либо собственности или долгового обязательства. В соответствии с этим все ценные бумаги делятся на два больших класса: *долговые, долевы*. Существуют еще так называемые производные финансовые инструменты, или *деривативны*, которые, по сути, ценными бумагами не являются, но играют в экономической жизни общества столь же важную роль, как и ценные бумаги.

Долговые бумаги — это различные виды облигаций и векселей, фиксирующие право собственника получить определенную денежную сумму в определенный срок с определенного юридического или физического лица, с одной стороны, а также фиксирующие обязанность этого лица уплатить данную сумму в определенный срок держателю или владельцу долговой ценной бумаги.

Долевые бумаги — это различные виды акций, фиксирующие право держателя (владельца данных бумаг) на определенную часть собственности в конкретном предприятии со всеми вытекающими юридическими последствиями.

И долговые, и долевы ценные бумаги могут продаваться и покупаться, т.е. менять своих собственников; иными словами, они являются товаром. Как и любой товар, в процессе смены владельца они оцениваются в определенную денежную сумму: таким образом, ценные бумаги имеют свою цену, выражаемую в деньгах. Однако в отличие от товара ценные бумаги обладают одним замечательным свойством: они могут увеличивать богатство их владельца и приносить дополнительные деньги. Связано это с их имманентной сущностью: способностью наделять своего владельца правами, которые он получает, вступая в обладание ценной бумагой. Таким образом, по сути, ценные бумаги — это вид капитала.

Определение, даваемое в экономических трудах ценной бумаге, гласит: «Ценная бумага — это форма существования капитала, отличная от товарной, денежной и производительной форм, которая может передаваться вместо него самого, обращаться на рынке как товар и приносить прибыль ее владельцу».

В качестве простейшего примера можно привести долговые расписки, удостоверяющие право их владельца получить с определенного лица определенную сумму долга с процентами в определенный срок. Древнейшие такие расписки в виде глиняных клинописных табличек были найдены при раскопках в Месопотамии и Ассирии и относятся к началу — середине III тысячелетия до Р.Х. Уже в этих расписках можно обнаружить полное их соответствие определению долговых ценных бумаг.

Приведем другой пример, связанный с долевыми бумагами акционерных обществ. Появление первых акционерных обществ в современном понимании относится к XVI-XVII вв. нашего времени. В это время в Британии были созданы Московская, Левантская, Балтийская и Ост-Индская компании. К этому же периоду относится и создание голландской Объединенной Ост-Индской компании. Это были не промышленные, а торговые компании, объединявшие купцов и судовладельцев. Акции торговых компаний вскоре после их создания стали объектом сделок купли-продажи как в Голландии*, так и в Англии.

Одним из наиболее ценимых качеств цепных бумаг является их способность приносить владельцу доход, т.е. дополнительные деньги. Именно это качество и заставляет людей покупать ценные бумаги. Покупка ценных бумаг называется *инвестированием*, а лицо, их

Первая биржа в Европе

приобретающее, — *инвестором*. Различают прямые и портфельные инвестиции. Под прямыми инвестициями подразумевают покупку основных средств производства либо доли вновь

создаваемого или действующего предприятия с целью дальнейшего производства товаров или услуг. Инвестор, покупающий, например, оборудование для производства леденцов с целью выпуска этих леденцов и их дальнейшей продажи, является прямым инвестором. Инвестор, покупающий магазин, для того чтобы самому заниматься розничной торговлей, также является прямым инвестором. Если же инвестор покупает акции General Motors, но при этом сам не участвует в работе или процессе управления этой компанией, рассчитывая лишь на долю в прибылях, пропорциональную его доле собственности, то такой инвестор по определению называется портфельным. При этом его права на соответствующую долю предприятия фиксируются в виде определенного количества акций, находящихся у него в собственности. Портфельные инвесторы покупают акции предприятий в надежде на *дивиденды*, т.е. на ту часть прибыли, которая остается у предприятия после вычета всех расходов, уплаты налогов, произведенных и планируемых капитальных вложений и распределяется между владельцами пропорционально долям владения. Поскольку портфельный инвестор не занят основным бизнесом владеемого предприятия, это позволяет ему быть собственником других предприятий, покупая тот или иной пакет акций. Совокупность пакетов различных ценных бумаг и называется *инвестиционным портфелем*. Отсюда становятся понятными термины «портфельный инвестор» и «портфельное инвестирование».

Долевые ценные бумаги

Рассмотрим более подробно ценные бумаги, их виды, основные характеристики и термины.

Начнем с долевых ценных бумаг, из которых наибольшее значение имеют *акции (shares, stocks)*. В мировой практике акции делятся на *обыкновенные* и *привилегированные*. Совокупность обыкновенных и привилегированных акций называется *акционерным капиталом предприятия (stocks capital)*. Соответственно владельцы обыкновенных и привилегированных акций являются *акционерами* предприятия (*shareholders*) и владеют его долями пропорционально имеющимся у них акциям. Само предприятие, выпустившее ценные бумаги (будь то акции или облигации), называется *эмитентом (eminent)*.

Обыкновенная акция (common stock, common share) — это ценная бумага, закрепляющая права владельца на определенную долю собственности предприятия. В этой связи собственник обыкновенной акции получает право управления (голосования на общих собраниях, а также участия в надзорных и управляющих органах) предприятием в объеме его прав собственности, закрепленное уставом данного предприятия. Собственник акции имеет право на получение соответствующей доли дивидендов данного предприятия по результатам какого-либо периода хозяйствования, если предприятие было прибыльным в этот период и общее собрание приняло решение о выплате определенной части прибыли в виде дивидендов.

Владение обыкновенной акцией наделяет собственника определенными правами по части получения информации, относящейся к хозяйственной деятельности предприятия. Другая очень важная часть прав, которые закрепляет владение обыкновенной акцией, состоит в праве на часть имущества предприятия в случае банкротства или прекращения его деятельности, оставшегося после расчетов со всеми кредиторами, выплаты всех долгов и распределения части имущества между владельцами привилегированных акций.

Привилегированная акция (preferred stock) — это ценная бумага, так же как и обыкновенная акция, закрепляющая права владельца на определенную долю собственности предприятия. При этом владельцы привилегированных акций в отличие от владельцев обыкновенных не получают доступа к управлению предприятием. Взамен они получают преимущественное право при распределении прибыли в виде дивидендов и имеют преимущественное право по сравнению с владельцами обыкновенных акций на имущество предприятия в случае его банкротства или ликвидации.

Обычно дивиденды по обыкновенным акциям не выплачиваются в случае убыточной деятельности предприятия, а также когда доход не покрывает капитальных инвестиций, необходимых для дальнейшего развития компании. Наоборот, владельцы привилегированных акций, зачастую согласно уставу не могут получать в виде дивидендов менее определенной заранее суммы на одну акцию. Это, конечно, дает им преимущество, если дела у предприятия идут не блестяще. В случае больших прибылей, полученных по итогам какого-либо

финансового периода, общее собрание акционеров своим решением может увеличить дивиденды, направляемые на выплату держателям привилегированных акций. Но это увеличение не идет ни в какое сравнение с теми дивидендными выплатами, которые могут выпасть на долю владельцев обыкновенных акций. В случае крупного успеха владельцы обыкновенных акций получают неизмеримо больше по сравнению с владельцами привилегированных акций.

Таким образом, уже здесь проявляется дилемма между менее рискованной покупкой привилегированных акций и более рискованной, но зато потенциально и более доходной покупкой обыкновенных акций. Владение привилегированными акциями менее рискованно, поскольку существуют почти гарантированные дивидендные выплаты и привилегии при распределении имущества компании после ликвидации. Владение обыкновенными акциями более рискованно, поскольку при недостатке прибыли дивиденды могут быть не выплачены, да и имущества после уплаты всех долгов в случае банкротства компании тоже может не остаться. Зато в случае коммерческого успеха предприятия владельцы обыкновенных акций получают значительно большие доходы.

Остановимся еще на двух часто употребляемых терминах, связанных с акциями. Это — номинальная стоимость и выкупленные, или казначейские, акции.

Номинальная стоимость акций (*par value*) — это стоимость акций на момент их эмиссии, по которой они зарегистрированы в соответствующих регулирующих органах (в России таким органом является Федеральная служба по финансовым рынкам — ФСФР РФ*) и по которой они формируют в бухгалтерском балансе уставный капитал предприятия. Эта величина не несет никакой рыночной или другой оценки текущей стоимости акций и служит лишь для целей учета и отражения в бухгалтерских книгах доли уставного капитала, приходящейся на одну акцию.

Выкупленные, или казначейские, акции (*treasury stocks*) — это акции, которые выкуплены самим эмитентом. При этом, естественно, количество оставшихся акций уменьшается, а их ценность увеличивается. Выкупленные акции отражаются в балансе предприятия отдельной строкой и могут использоваться для разных целей. Компания может скупать свои акции с целью поднять их стоимость или поддержать нужную цену. Она может скупить часть акций, для того чтобы иметь возможность выплатить премиальные своим служащим или дивиденды своим акционерам не в денежной форме, а в виде акций. Иногда такие действия производятся при уменьшении акционерного капитала. Выкупленные акции не участвуют в голосовании, по ним не начисляются и не распределяются дивиденды. Поэтому скупка эмитентом своих акций приводит к росту веса и влияния оставшихся акций. Соответственно их рыночная цена при этом возрастает.

Для полноты картины осталось обсудить вопрос о мотивах, побуждающих предприятия выпускать (эмитировать) акции. Краткий ответ на этот вопрос состоит в том, что акции выпускаются для консолидации свободных денежных средств участников предприятия ФКЦБ в виде акционерного капитала и закрепления прав участников на долю этого капитала в виде владения акциями. Обычно бывает несколько кругов размещения акций и формирования акционерного капитала. Первый круг соответствует первичному размещению акций среди учредителей предприятия. В этом случае акции размещаются по закрытой подписке среди учредителей. Сформированный капитал направляется на решение уставных целей и задач вновь созданного предприятия. После того как предприятие создано и начало функционировать, очень часто возникает потребность в дополнительном финансировании. Но в силу того, что деятельность предприятия только начинается и инвестиции в него широкому кругу инвесторов представляются достаточно рискованными, ему трудно выйти на рынок долговых капиталов и банковских кредитов. С целью ликвидировать дефицит денежных средств учредители и участники предприятия в этом случае проводят вторую эмиссию акций предприятия. Эта эмиссия может проходить как по закрытой подписке, когда право выкупить акции предприятия получают лишь предыдущие владельцы и заранее определенный круг новых участников, так и по открытой, когда к действующим участникам предприятия могут присоединиться любые другие лица и выкупить часть новой эмиссии. В случае когда круг инвесторов не

увеличивается, происходит лишь перераспределение долей существующих участников и увеличивается уставный капитал предприятия. Если же приходят сторонние инвесторы, то доля старых инвесторов уменьшается пропорционально величине дополнительной эмиссии и одновременно повышается уставный капитал предприятия.

Экономическая теория утверждает, что деньги имеют свою стоимость. Эта стоимость представляется в виде процентов по ссудам и кредитам, в виде купонов по облигациям и процентов по векселям. В случае акционерного капитала стоимость привлеченных денег выражается в виде дивидендов. С точки зрения денежных средств, необходимых для нормальной жизнедеятельности предприятия, именно акционерный капитал имеет наименьшую стоимость по сравнению со всеми другими видами заемных средств. Акционерный капитал не требует возврата в строго определенные сроки и регулярной выплаты процентов и купонов, как банковские кредиты, облигации и векселя. Обслуживание акционерного капитала сводится к выплате дивидендов по акциям. Но сами эти выплаты осуществляются лишь в случае успешной коммерческой деятельности. Именно это обстоятельство «дешевизны» акционерного капитала по сравнению со всеми другими способами финансирования предприятия и заставляет эмитентов выпускать акции для привлечения финансовых средств к решению своих хозяйственных задач.

Дешевизна в обслуживании акционерного капитала имеет и другую сторону: высокие риски, присущие инвестированию в акции. Как уже было сказано, акционеры — последние, кто может надеяться получить возврат своих инвестиций в случае коммерческого неуспеха предприятия. Очень часто при банкротстве или ликвидации предприятия его активы не покрывают обязательств перед многочисленными кредиторами, собственными сотрудниками и бюджетом. В этом случае на долю владельцев акций не остается практически ничего. Поэтому инвестирование средств в акции коммерческих предприятий гораздо более рискованное занятие, чем, скажем, инвестирование в долговые ценные бумаги. В частности, в покупку облигаций тех же самых эмитентов.

Паи фондов

В качестве еще одной долевой ценной бумаги следует упомянуть так называемые паи инвестиционных фондов. *Инвестиционные фонды* — это специальные образования и предприятия, создающиеся не для занятий реальным бизнесом, например выпечки хлеба или строительства дорог, а для наполнения инфраструктуры фондового рынка и облегчения доступа к нему как можно более широкого круга инвесторов. Инвестиционные фонды владеют активами лишь одного типа — ценными бумагами предприятий реального сектора и производными инструментами. Стоимость этих активов делится на определенное количество равных частей, называемых акциями или паями. У фонда может не быть своего персонала, как у обычной компании, есть лишь Управляющая компания, осуществляющая диверсификацию вложений фонда и покупку-продажу его паев населению. Инвестор, покупающий пай фонда, фактически покупает определенную часть инвестиционного портфеля этого фонда. В этом смысле он диверсифицирует свои инвестиции и поручает управление ими профессионалам. Между тем владение паем фонда сродни владению акцией предприятия. Как и акцию, пай можно купить или продать, как и акция, пай дает право на владение определенной частью имущества фонда. На Западе паи многих фондов обращаются на организованном рынке. Это существенно облегчает задачу покупки и продажи соответствующих паев. В частности, в США торговые тикеры всех фондов имеют пятибуквенную аббревиатуру. Поскольку в данной книге речь будет вестись лишь о торговле акциями на фондовом рынке, мы на этом поставим точку и отправим заинтересованного читателя к специальной литературе.

Долговые ценные бумаги

Другим видом ценных бумаг являются бумаги, дающие право их владельцу не на определенную часть собственности, а на определенную часть долга компании — эмитента ценной бумаги.

Наиболее известные из них — *векселя и тратты (promissory notes)*, а также различные *облигации (bonds)*. Мы рассмотрим только облигации, поскольку именно они обращаются на организованных рынках и торгуются на биржах.

Облигация — это ценная бумага, дающая владельцу право на получение определенного потока денежных сумм от эмитента в определенные моменты времени в будущем. Поток денежных сумм — это купоны по облигации и непосредственно сам «номинал» облигации — основная сумма долга эмитента перед владельцем. Определенные моменты времени в будущем суть даты погашения купонов, а последний момент, когда эмитент платит и последний купон, и основную сумму, называется датой погашения облигации. Облигации в отличие от акций не дают права на управление предприятием-эмитентом, но дают право на получение определенного фиксированного дохода, называемого купоном или процентами по облигациям. Кроме того, в случае банкротства или ликвидации предприятия владельцы облигаций получают преимущественное право по сравнению с акционерами на имущество предприятия.

Облигации бывают *купонными* и *бескупонными*. Под купонами подразумевается определенное денежное вознаграждение, уплачиваемое эмитентом держателю облигации в определенные моменты через промежутки времени, называемые купонными периодами. Величина купона зависит от номинальной стоимости облигации, от величины купонного периода, от риска, присущего эмитенту облигации, от действующих на денежном рынке процентных ставок и доходности «безрисковых» государственных облигаций. Мы не будем в этой книге обсуждать все эти параметры и их взаимосвязи — это специальная и довольно сложная тема. Цель настоящего материала — дать лишь общее понятие облигации как вида ценных бумаг.

Компании выпускают облигации как для пополнения оборотного капитала, так и с целью решения масштабных инвестиционных задач, на которые у предприятия не хватает собственных средств. Предприятия постоянно сталкиваются с необходимостью финансирования своих инвестиционных программ и пополнения оборотных средств для эффективной операционной деятельности. Как уже было сказано, самым эффективным и дешевым источником финансирования является акционерный капитал. Очень часто тем не менее оказывается, что выпуск дополнительно!! эмиссии акций невозможен, нежелателен или экономически нецелесообразен. Например, у существующих акционеров не имеется нужного количества свободных денежных средств, чтобы удовлетворить потребности своего предприятия. Или существующие акционеры не желают уменьшения (размывания) своих долей, которое неизбежно сопровождает процесс выпуска новых акций. В этом случае на помощь предприятию приходит рынок долговых капиталов. Именно рынок облигаций представляет собой второй по величине способ финансирования предприятий.

Облигации выпускают не только коммерческие предприятия. Государство как хозяйствующий субъект часто выпускает облигации для покрытия бюджетного дефицита или регулирования денежной массы, находящейся в обращении. Такие бумаги называются *государственными, или казначейскими, облигациями (treasury bonds, treasury bills)*. Кроме государства облигации могут выпускать администрации регионов, городов и областей. В этом случае облигации носят названия субфедеральных, городских или областных. На Западе облигации выпускаются муниципальными округами, землями, городами, поселками и штатами. Поэтому за такими облигациями закрепилось название *муниципальных облигаций (municipal bonds)*. Наконец, обычные облигации коммерческих предприятий носят наименование *корпоративных облигаций (corporate bonds)*. При прочих равных наиболее низка доходность государственных облигаций. За ними следуют муниципальные облигации и лишь затем облигации корпоративных эмитентов. В редких случаях при наличии безупречной репутации и прекрасного финансового положения (либо при наличии государственных гарантий) корпоративные облигации могут иметь доходность, сравнимую или равную аналогичным по срокам государственным бумагам.

Таким образом, облигации делятся:

- по эмитентам

— на государственные,

- субфедеральные и муниципальные,
- корпоративные;

-по наличию купона

- на купонные,
- бескупонные.

Бескупонные бумаги продаются с дисконтом по отношению к номинальной цене. Кроме того, часто выпускают облигации с переменным купоном. В этом случае ставка купонного вознаграждения привязывается к каким-либо внешним условиям: например, к сложившейся на рынке доходности государственных бумаг соответствующего срока длительности плюс фиксированная премия. Корпорации идут на такие условия, во-первых, для того чтобы можно было минимизировать свои расходы по обслуживанию облигаций в случае падения процентных ставок на рынке, а во-вторых, чтобы застраховать инвесторов от потери части прибыли в случае роста процентных ставок в будущем.

Любое отклонение в параметрах облигаций от среднерыночной величины служит лишь двум целям:

- снизить издержки корпораций по обслуживанию облигационного долга;
- расширить круг потенциальных инвесторов и увеличить размещаемый объем облигаций.

Очевидно, что эти задачи противоречат друг другу, и в каждом конкретном случае эмитент вынужден искать компромисс, подбирая параметры срока обращения, купонного периода, величины купона и общего объема выпуска облигаций в сравнении с обращающимися на рынке облигациями других корпораций и государства.

В этой связи очень часто выпускаются так называемые конвертируемые облигации.

Конвертируемые облигации (convertible bonds)— это облигации, которые дают их владельцу право вместо погашения по окончании срока их обращения обменять облигации на определенное количество акций эмитента. В этом смысле конвертируемые облигации могут рассматриваться как промежуточное звено между корпоративными облигациями и привилегированными акциями. В свою очередь, привилегированная акция может трактоваться как облигация с бесконечным сроком обращения и правом на определенную долю акционерного капитала.

Производные инструменты

Называемые иногда не совсем корректно «вторичными» ценными бумагами, производные инструменты — одна из форм выражения имущественных прав или обязательств, возникающих в связи с покупкой или продажей этих специфических активов. Все производные инструменты можно условно разбить на следующие классы:

- депозитарные расписки;
- варранты на ценные бумаги;
- фьючерсные контракты;
- форвардные контракты;
- опционные контракты.

Депозитарные расписки (Depository Receipts) по своей сути наиболее близки к акциям эмитента. Смысл их наиболее просто понять на примере. Допустим, компания ОАО «Ростелеком» заключает соглашение с Bank of New York о депонировании в депозитории банка определенного количества своих акций. Под эти акции Bank of New York выпускает в свободное обращение сертификаты новых ценных бумаг, называемые американскими депозитарными расписками — **АДР (A merican Depository Receipt, ADR)**. Одна АДР может представлять часть, одну или несколько акций иностранной компании-эмитента. Они имеют номинал, выраженный в долларах США, и свободно обращаются на американских рынках. В частности, АДР компании ОАО «Ростелеком» состоит из 6 обыкновенных акций, торгуется на Нью-Йоркской фондовой бирже (New York Stock Exchange, NYSE) и имеет биржевой тикер ROS. Курсовая стоимость АДР в пересчете на одну акцию и на курс национальной валюты страны эмитента соответствует курсовой стоимости акции, лежащей в основе такой АДР. Если бы это было не так, арбитражеры быстро бы уравнили стоимость этих активов. Это общее правило, которое действительно с точностью до транзакционных издержек. Тем не менее из

него могут быть и исключения. В качестве такого исключения можно привести АДР ОАО «Газпром», торговавшиеся на европейских биржах до января 2006 г. Цены на такие расписки и внутренние цены на акции Газпрома различались на сотни процентов. Разница в ценах в этом случае была обусловлена законодательными ограничениями для нерезидентов на владение акциями ОАО «Газпром» и невозможностью производить легальный арбитраж между внутренним и внешним рынком. Проблема была решена лишь в январе 2006 г. принятием поправок в Федеральный закон «О газификации»

Варранты на ценные бумаги (warrant) — это право выкупить определенное количество акций предприятия в достаточно далеком будущем (от одного года до пяти лет) по заранее согласованной цене. Как правило, варранты редко торгуются на биржах, а обращаются в основном на внебиржевом рынке. Варранты возникают в результате заключения контрактов между владельцем акций (например, предприятие владеет казначейскими акциями, выкупленными у акционеров) и лицом, заинтересованным в приобретении варранта -

Термин «варрант» произошел от английского слова warranty — гарантия. Владелец варранта гарантированно получает право на выкуп определенного количества акций по определенной цене в будущем; следовательно, держатель варранта застрахован от размывания своей доли в компании и, например, от устранения из руководящих органов предприятия. В России аналогом варранта является опцион эмитента.

По такой схеме варранты может получать высший менеджмент компании в качестве дополнительного вознаграждения и повышения мотивации труда. Наиболее часто варранты используются в связи с возможными или планируемыми дополнительными эмиссиями акций, слияниями и поглощениями компаний. В этом случае приобретателями варрантов становятся акционеры, которые таким путем уберігают свою долю в компании от сокращения.

Фьючерсные контракты (futures) — обязательство купить или продать определенный актив (называемый базовым) в определенную дату в будущем по определенной цене. Любой фьючерсный контракт характеризуется тремя параметрами:

- строго определенным количеством базового актива, который продается или покупается;
- датой исполнения контракта, или **датой экспирации (expiration date)**;
- ценой, по которой продавец согласен продать, а покупатель купить.

Продающий фьючерсный контракт берет на себя обязательство продать в будущем определенное количество базового актива по цене, зафиксированной в момент совершения сделки (цене страйк*), или получить разницу между ценой страйк и ценой фьючерса в момент экспирации. Покупающий, наоборот, берет на себя обязательство купить в будущем по цене страйк то же самое (определенное) количество базового актива либо уплатить продавцу разницу между ценой страйк и ценой фьючерса в момент экспирации. В качестве посредника и гаранта исполнения сделки выступает биржа, которая берет с продавца и покупателя гарантийные депозиты, обеспечивающие исполнение ими своих обязательств.

В качестве базового актива могут использоваться:

- определенное количество акций (фьючерс на акции);
- фондовые индексы (индексный фьючерс);
- валюта (валютный фьючерс);
- товары различных групп, торгуемые на биржах (товарный фьючерс);
- процентные ставки (процентный фьючерс).

Из приведенного списка видно, что в качестве базового актива могут выступать лишь активы, торгуемые на биржевом рынке и поддающиеся стандартизации. Все фьючерсные контракты

*** Страйк (strikeprice) — цена совершения исходной сделки покупки или продажи контракта.**

торгуются на определенных торговых площадках — срочных секциях товарных, фондовых или валютных бирж либо на специализированных биржах, торгующих фьючерсами. Это существенное отличие фьючерсного контракта от форвардного (о других отличиях будет сказано ниже).

При запуске фьючерсных контрактов в обращение биржевая площадка стандартизирует условия их торговли, которые включают:

- спецификацию базового актива;
- количество единиц базового актива в одном контракте;
- месяц экспирации (исполнения)*;
- минимальный шаг изменения цены страйк и максимальное изменение цены за день;
- гарантийный (залоговый) депозит, необходимый для открытия и поддержания позиции по одному контракту;
- способ определения расчетной цены контракта на каждый день торгов;
- способ исполнения фьючерса — поставочный или расчетный. Все фьючерсные контракты делятся **на расчетные и поставочные**.

Поставочные — это те, которые допускают физическую поставку актива (валюты—для валютных фьючерсов, акций — для фьючерсов по акциям, товаров — для товарных фьючерсов). Вопрос о возможности допустить или не разрешить поставку решается конкретной торговой площадкой по своему усмотрению по каждому типу фьючерсов. Например, биржа может разрешать физическую поставку металлов, но не разрешать поставку нефтепродуктов. В последнем случае фьючерс называется расчетным, и стороны в момент экспирации получают разницу между ценой заключения контракта (ценой страйк) и расчетной ценой в день экспирации, умноженную на количество имеющихся контрактов. Естественно, что фьючерсы на индексы, поскольку индекс поставить невозможно, всегда являются расчетными.

Условия обращения фьючерсных контрактов включают в себя ежедневное начисление/списание вариационной маржи. Это подразумевает пересчет стоимости позиции по отношению к предыдущему дню и либо списание со счета покупателя (продавца), либо зачисление на счет изменения в стоимости позиции. При этом разница между ценой покупки/продажи фьючерса и расчетной ценой экспирации не «набегает» одномоментно в день экспирации, а ежедневно ставится на счет в виде вариационной маржи.

Существуют три причины, заставляющие игроков работать на фьючерсных рынках. В соответствии с этими причинами всех игроков можно разделить на три большие категории:

- хеджеры;
- арбитражеры;
- спекулянты.

Хеджет (от английского слова *to hedge* — защищать, ограничивать) — это участники, которые страхуют свои операции по базовому активу с помощью заключения соответствующих фьючерсных контрактов. Например, нефтедобытчик, желая летом застраховаться от падения цен на нефть в декабре, продает необходимое количество декабрьских фьючерсов на сырую нефть. Когда приходит срок поставки, то независимо от текущей рыночной конъюнктуры продавец гарантировал себе сбыт по ценам, заключенным летом, на то количество контрактов, которые он продал.

У **спекулянтов** на фьючерсном рынке другая цель — получить значительную прибыль от колебаний курсов фьючерсов, используя для этого довольно незначительные суммы гарантийного обеспечения. Как правило, для фьючерсов на индексы, акции и валюты используется залоговое обеспечение в размере 15-25% от стоимости контракта, что зависит от волатильности (изменчивости) базового актива. Для товарных фьючерсов гарантийные депозиты могут быть меньше и составлять всего 5-15% от стоимости контракта. Именно спекулянты обеспечивают возможность для хеджеров страховать свои риски, и именно благодаря им рынок фьючерсов по своей ликвидности и оборотам существенно превосходит* рынок базовых активов, называемый еще в этой связи спот рынком.

Арбитражеры — это класс торговцев, отличающийся как от хеджеров, так и от спекулянтов. Основная их цель — безрисковый арбитраж между двумя или несколькими торговыми площадками. Они используют отклонения цен от равновесных значений и обращают разницу в ценах на двух площадках в свою пользу. Своими действиями они, как и спекулянты,

На российском фондовом

обеспечивают ликвидность рынка, но в отличие от последних сглаживают ценовые движения и предпочитают не брать на себя риски, довольствуясь относительно малым уровнем вознаграждения.

Форвардные, контракты (forwards)—обязательство купить или продать определенный товар в определенную дату в будущем по заранее оговоренной цене. На первый взгляд форвардный контракт по СМЫСЛУ очень близок к фьючерсному. Однако это не так. Между форвардными и фьючерсными контрактами имеется существенная разница. Во-первых, форвардные контракты заключаются исключительно на внебиржевом рынке между двумя конкретными контрагентами. В этом смысле риски по неисполнению форвардного контракта несут покупатель и продавец. В случае фьючерса — риск неисполнения берет на себя биржа, гарантируя обеим сторонам исполнение контракта. Во-вторых, форвард может быть заключен на произвольную дату в будущем в отличие от фьючерса, который имеет стандартные даты исполнения. В-третьих, в качестве базового актива форварда может использоваться любой актив, а не только обязательно допускающий биржевую стандартизацию, как у фьючерсного контракта. Например, при торговле фьючерсами на рапсовое масло в спецификации актива строго указываются стандарты этого масла с возможными допустимыми отклонениями. В случае покупки/продажи форвардного контракта он может быть заключен на любой товар, в том числе на рапсовое масло, не удовлетворяющее стандартам биржи, либо вообще на штучный или уникальный товар, торговля которым на бирже невозможна. В-четвертых, форвардные контракты, как правило, не требуют гарантированных депозитов, и уж точно по ним не начисляется вариационная маржа. Подчеркнем еще раз, что самое важное отличие форварда от фьючерса — это отсутствие гарантий платежа в случае форварда и гарантированное третьей стороной (биржей) исполнение контракта в случае фьючерса.

Опционы (options)— это **право** купить или продать определенный актив (базовый актив) в будущем по определенной цене. Если фьючерс — это обязательство купить или продать базовый актив в будущем по определенной цене, независимо от сложившихся к моменту исполнения условий, то опцион — это, вообще говоря, выбор покупателя: реализовать купленное право или нет. В этом смысле опцион по сравнению с фьючерсом является «нелинейным» инструментом рынка, предоставляющим игрокам очень широкие возможности для маневров и построения различных торговых стратегий.

Как и фьючерсы, опционы торгуются на биржевых площадках, как правило, в тех же секциях, где торгуются фьючерсы. Как и у фьючерсов, в спецификацию опционного контракта входит понятие базового актива. Список базовых активов для опционов сильно пересекается со списком базовых активов фьючерсов. Кроме того, в качестве базовых активов может использоваться и сам фьючерс. Так же как и для фьючерсов, для опционов существует понятие дня экспирации или даты исполнения. По способу исполнения опционы делятся на американские и европейские. Первые могут быть исполнены в любой срок до даты экспирации, вторые — лишь в дату экспирации, т.е. в строго определенный день, называемый еще датой истечения срока действия опциона.

Опционы бывают двух типов: первые называются **опционы коли (call options)**, вторые — **опционы пут (put options)**.

Покупатели опциона колл (**держатели опциона**) покупают **право купить** базовый актив в будущем по определенной цене — цене страйк. Соответственно продавцы опциона колл (иначе называемые **подписчики опциона**) продают покупателю это право за определенное денежное вознаграждение, называемое **премией**. В случае если покупатель решит реализовать свое право, то продавец обязан поставить ему базовый актив по заранее оговоренной цене и принять от покупателя деньги в уплату этого актива.

Покупатели опциона пут (**держатели опциона пут**) покупают **право продать** базовый актив в будущем по цене страйк. Соответственно продавцы опциона пут (**подписчики опциона**) продают покупателю это право за выплачиваемую последними опционную премию. В случае если покупатель решит реализовать свое право, то подписчик опциона обязан принять у него базовый актив и выплатить за него оговоренную цену.

Таким образом, на один и тот же базовый актив с одним и тем же сроком исполнения и одной и той же ценой страйк можно заключить четыре разные сделки.

Предметом торговли на опционных биржевых площадках является опционная премия. Все остальные параметры опционного контракта — фиксированные.

Как и в случае с фьючерсами, в качестве посредника и гаранта исполнения опционных сделок выступает биржа, которая блокирует на счетах продавцов гарантийные депозиты, обеспечивающие поддержание позиций и исполнение игроками своих обязательств. С покупателей же биржа удерживает премию и перечисляет ее продавцам.

Глава 2

Сущность и значение фондового рынка

Формы выпуска ценных бумаг и условия организованного обращения

По форме выпуска ценные бумаги подразделяются:

- на эмиссионные и не эмиссионные; — документарные и бездокументарные;
- именные и предъявительские.

Эмиссионные ценные бумаги могут быть выпущены эмитентом только в результате определенного действия, называемого эмиссией, на основании разрешения регулирующего органа и государственной регистрации. Как уже упоминалось, в России таковым органом является Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР). В качестве примеров эмиссионных ценных бумаг можно привести акции и облигации. **Не эмиссионные ценные бумаги** — бумаги, на выпуск которых не требуется разрешения регулирующего органа и которые не подлежат государственной регистрации. В качестве таковых можно указать векселя, депозитные сертификаты. Производные ценные бумаги также не являются эмиссионными.

Документарными ценными бумагами называются бумаги, выпускаемые в бумажной форме. В качестве примеров можно привести векселя и тратты, различные сертификаты ценных бумаг. Акции и облигации в основном выпускают в бездокументарной форме, но они могут быть выпущены и в документарном виде. Документарную ценную бумагу можно хранить дома, в банковском сейфе, в депозитарном хранилище и т.п.

Без документарными ценными бумагами называются ценные бумаги, которые не имеют бумажной формы. Учет прав по этим бумагам осуществляется в виде записей по счетам депозитовладельцев в соответствующих депозитариях и регистраторах. Бездокументарными являются все производные ценные бумаги и большое количество инструментов, обращающихся на организованных рынках. С точки зрения учета прав собственности между этими формами бумаг различий никаких нет, как нет различия в покупательной способности наличных денег, хранимых в кошельке владельца, и безналичных, хранящихся на его банковском счете.

Именные ценные бумаги — бумаги, для обращения которых необходима фиксация имени владельца либо в реестре уполномоченного регистратора, ведущего учет ценных бумаг, либо на бланке самой ценной бумаги.

Предъявительские ценные бумаги — бумаги, которые не требуют фиксации имени их владельца на бланке самой бумаги (если это документарная ценная бумага) или в реестре собственников. Следовательно, по таким бумагам нет необходимости вести реестр собственников.

Для эффективной торговли на рынке ценных бумаг необходимо представлять не только особенности и виды различных ценных бумаг, но и специфику организованного обращения торгуемых активов, а также инфраструктуру рынка в целом. Поэтому на фондовый рынок можно взглянуть с двух точек зрения:

- организационной (основные участники фондового рынка, их роли и функции);
- потребительской.

Организационная инфраструктура фондового рынка будет более подробно рассмотрена ниже в гл. 3. Рассмотрим рынок с потребительской точки зрения, т.е. с точки зрения инвестора,

желающего инвестировать денежные средства, либо с точки зрения предприятия, желающего привлечь денежные средства.

При такой точке зрения весь фондовый рынок может быть разделен на **первичный и вторичный**. Последний в свою очередь делится на **биржевой** (или организованный) и **внебиржевой**.

Первичный рынок — это рынок первоначального размещения ценных бумаг. Он охватывает самые первые выпуски ценных бумаг и частично последующие выпуски. Именно на первичном рынке предприятия получают средства от размещения акций и облигаций и осуществляют финансирование своего производственного процесса. Различают размещение открытое и закрытое.

Закрытое размещение (private placement) — это размещение бумаг среди заранее известного круга инвесторов по заранее согласованной с ними цене. В качестве первичных инвесторов, выкупающих эмиссию по закрытой подписке, выступают либо основные акционеры и аффилированные с ними структуры, либо консорциум институциональных инвесторов. Особенностью такого размещения бумаг, называемого еще частным размещением, является закрытый характер сделки п. как правило, отсутствие необходимости публичного раскрытия информации об эмитенте и проспекте эмиссии. Очень часто институциональные инвесторы, принимающие участие в закрытых размещениях ценных бумаг, ограничиваются в своем праве продавать приобретенные бумаги в течение определенного срока после выкупа своей доли эмиссии. Как правило, закрытое размещение акций происходит в тех случаях, когда необходимо избежать широкого распространения акций или распределить облигации среди аффилированных структур. Зачастую параметры облигационных займов в этом случае являются нерыночными. Другой мотив использования закрытого размещения ценных бумаг — нежелание афишировать финансовые показатели эмитента. Наконец, по закрытой подписке могут привлекать средства от размещения акций предприятия, организованные в форме закрытого акционерного общества (ЗАО). Акции таких предприятий не могут обращаться на биржевых рынках, и соответственно они не могут себе позволить публичного размещения своих акций.

Открытое, или публичное, размещение (public offering) в отличие от закрытого позволяет, в принципе, приобрести размещаемые бумаги любому инвестору. Такое размещение доступно лишь для компаний, организованных в форме открытого акционерного общества (ОАО). Компания может неоднократно размещать свои новые выпуски акций путем закрытой подписки, но **первоначальное публичное размещение (initial public offering, IPO)** у компании бывает один раз в жизни. Обычно оно предшествует выводу бумаг компании на биржевой рынок. Для организации публичного размещения бумаг компании привлекают **финансовых консультантов** и **андеррайтеров (underwriter)**, которые берут на себя организацию представления эмитента широкому кругу инвесторов и размещения его ценных бумаг. В зависимости от договоренности между эмитентом и андеррайтером может быть реализован тот или иной сценарий размещения эмиссии. Два крайних варианта размещения таковы:

1 - Андеррайтер может подписаться на выкуп всей эмиссии у эмитента по заранее согласованной цене выкупа и дальнейшее распространение производит на свой страх и риск среди своих клиентов, контрагентов, партнеров и широкой публики. Если спрос на новые бумаги существенно превысит предложение, то андеррайтер получит от перепродажи бумаг значительную выгоду. В случае же провала эмиссии андеррайтер понесет значительные убытки. Что касается эмитента, то и в том и в другом случае он получит гарантированное финансирование.

2. Андеррайтер выступает в качестве комиссионера. Он не несет обязательств по размещению эмиссии, а его успех определяется комиссионным вознаграждением за каждую размещенную бумагу.

Возможны и промежуточные варианты: например, часть эмиссии выкупается аффилированными эмитенту структурами, часть — гарантированно андеррайтером, а остаток поступает в свободное размещение.

В случае открытого размещения, прежде чем продать хотя бы одну новую ценную бумагу), компании необходимо провести регистрацию проспекта эмиссии. Регистрацию проспекта эмиссии осуществляют специальные государственные регулирующие органы. Напомним, что в нашей стране таким органом является Федеральная служба по финансовым рынкам РФ. После регистрации проспекта эмиссии компания имеет право размещать ценные бумаги в соответствии с этим проспектом. После окончания размещения ценных бумаг новой эмиссии компания отчитывается перед ФСФР о произведенном размещении. ФСФР утверждает результаты этого размещения, после чего держатели бумаг вступают в законные права собственности.

Биржа — место организованной торговли ценными бумагами

Вторичный рынок ценных бумаг предназначен для перераспределения прав на долю собственности или долгов эмитента. Сами эмитенты на вторичном рынке не получают никакого финансирования. Механизмы организованной торговли вторичного рынка служат для перераспределения ценных бумаг между крупными первичными инвесторами (андеррайтерами и инвестиционными консорциумами) и более мелкими инвестиционными компаниями и частными инвесторами. Основной оборот ценных бумаг происходит именно на вторичном рынке. Без существования вторичного рынка невозможно нормальное функционирование рынка первичного. В конечном

Это необходимо четко усвоить. Когда говорят, что компания в результате снижения котировок потеряла столько-то миллионов (миллиардов) долларов, то это не более чем фигура речи. Компания не потеряла ни копейки, если, конечно, не брать в расчет имиджевые потери и возможные будущие потери при получении дополнительных денежных средств с рынка капитала. Счете собственниками бумаг прямо или опосредованно (*с пимидын* инвестиционных банков и фондов) становятся частные лица. Наличие развитого класса частных инвесторов свидетельствует о степени развития экономики страны. Наличие достаточного количества частных инвесторов позволяет экономике эффективно функционировать, привлекая громадные денежные средства для решения насущных хозяйственных задач, (так. вторичный рынок делится на *биржевой* (или организованный) и *внебиржевой*. Центральное место на фондовом рынке занимает именно биржевой рынок. На биржевых площадках проходят самые значительные обороты торгов. Именно здесь в силу развитости технологий и совершенства регламента осуществление сделки по приобретению или продаже ценных бумаг сопряжено с минимумом временных и денежных затрат. При работе на бирже инвестор «не видит» своего контрагента по сделке. Биржа гарантирует ему исполнение его заявки по наилучшей существующей в данный момент цене. В этом основная суть биржевой торговли.

Внебиржевой рынок играет на фондовом рынке государства вспомогательную роль. Обычно на внебиржевом рынке торгуются бумаги, не прошедшие листинг на бирже. Это низколиквидные бумаги новых или региональных компаний, спрос на которые не так велик, чтобы эмитент был заинтересован в организации их биржевого обращения. Сделки на внебиржевом рынке совершаются напрямую между двумя контрагентами: покупателем и продавцом. Соответственно возникает отсутствующий на бирже риск непоставки и риск неоплаты, что снижает ликвидность и увеличивает издержки по проведению сделки. В качестве примера приведем систему торговли акциями NASDAQ в США, появившуюся в конце 60-х годов прошлого века в противовес существовавшим биржам (NYSE, AMEX и др.). Первым официальным торговым днем в системе NASDAQ считается 8 февраля 1971 г.—тогда система начала предоставлять котировки по более чем 2500 эмитентам. Для привлечения эмитентов к новому проекту были установлены весьма щадящие условия листинга: на попадание в котировальный лист могла рассчитывать компания с акционерным капиталом всего 5 млн. долл. Требования других бирж были гораздо выше. Минимальный размер акционерного капитала для компаний, котирующихся на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE), составлял 100 млн. долл. Первоначально на NASDAQ торговались акции компаний новой волны, возникших в результате технологического бума. Между тем развитие экономики США привело к росту высокотехнологического сектора, и компании, казавшиеся когда-то новыми и непонятными, стали производить значительную долю ВВП. Возросшая роль этих компаний в

экономике привела к значительной переоценке их стоимости по сравнению с компаниями традиционной экономики, а также к росту их доли на фондовом рынке США. Результатом стал рост объемов торгов на NASDAQ и превращение внебиржевой системы NASDAQ в ведущую торговую площадку мира.

В качестве другого примера следует привести противопоставление фондовой биржи РТС и фондовой секции ММВБ*. Фондовая биржа РТС, первоначально организованная как внебиржевая торговая система, предназначалась для торговли акциями между несколькими десятками ее участников. В качестве конечного инвестора система рассматривала западные фонды, крупных институциональных инвесторов и не имела инфраструктуры для обеспечения безопасности сделок и предоставления инвестору наиболее выгодной цены. Кризис 1998 г. обусловил падение оборотов в системе РТС, поставил ее на грань выживания и привел к необходимости перерегистрации ее в биржевую площадку (что впоследствии и было сделано). В отличие от РТС Фондовая биржа ММВБ изначально была ориентирована на конечного мелкого инвестора и предоставила конкурентоспособные комиссии в обмен на снятие рисков непоставки и неоплаты, а также на возможность получить лучшую цену в любой момент времени и удобство совершения транзакций. В результате обороты торговли акциями на ММВБ с 1998 г. неуклонно росли и в настоящий момент превышают обороты РТС.

Более подробно о проведении биржевых торгов на ММВБ и РТС будет рассказано в гл. 4.

Как известно, биржа — наиболее удобное место проведения операций с ценными бумагами. Непосредственно выход на биржу имеют ее члены или члены соответствующей секции биржи. Таковыми могут быть только лицензированные участники фондового рынка — брокеры, дилеры и управляющие компании, а также банки, обладающие соответствующими лицензиями. Конечный инвестор получает доступ на биржу через посредника: брокера — члена биржи. Именно брокер отвечает перед биржей за возможные последствия неправомерных действий своих клиентов, ведет их инвестиционные счета и предоставляет им возможность совершать биржевые сделки за комиссионное вознаграждение.

В функции биржи входит организация непосредственно сделок с ценными бумагами, клиринг сделок, поставка денег продавцам и бумаг покупателям по каждой конкретной сделке. За свои услуги с каждой сделки биржа взимает комиссионное вознаграждение. Рассмотрим типичную организационную структуру современной электронной биржи. (Под электронной биржей мы подразумеваем такую площадку, где все заявки на торги поступают по закрытым электронным системам связи, а не методом открытого выкрика, и ТУТ же находят отображение в торговой системе.) Итак, биржа должна иметь в своем составе:

- **собственно торговую систему**, где накапливаются заявки на покупку и на продажу, происходит их «спаривание» в случае совпадения цены, т.е. регистрация сделок с различными инструментами и записями в соответствующие регистры учета;

- **расчетную (клиринговую) палату**, которая ведет учет денежных средств участников торгов, осуществляет поставку денег по каждой сделке продавцам бумаг и списывает денежные средства со счетов покупателей, осуществляет внешние и внутренние денежные переводы;

- **депозитарный центр**, который аналогично расчетной палате ведет учет ценных бумаг участников торгов, осуществляет поставку бумаг по счетам покупателей, списывает бумаги со счетов продавцов, осуществляет клиринг ценных бумаг по результатам торгов в уполномоченных депозитариях.

Все эти операции производятся автоматически. Автоматически производится и перерасчет всех позиций после осуществления каждой конкретной сделки с учетом комиссионного вознаграждения самой биржи. Это позволяет современным инвесторам осуществлять в течение дня множество операций по своим счетам. Например, инвестор может, купив акции НК «ЛУКОЙЛ», тут же их продать и произвести операцию покупки-продажи столько раз, сколько того требует текущая рыночная ситуация. При этом на 10 000 руб. его брокерского счета оборот по акциям может составить 1 000 000 руб., т.е. более чем в сто раз превысит его торговый капитал. В конце дня по результатам операций инвестора клиринговая палата даст информацию в депозитарий: сколько дополнительных бумаг каждого эмитента появилось у каждого конкретного инвестора, с чьего счета депо и сколько бумаг списать, на чей счет депо

зачислить. Именно эта возможность мгновенно осуществлять покупки и распоряжаться купленными активами, не дожидаясь окончания процесса перерегистрации прав на ценные бумаги в депозитариях и регистраторах, и привлекает на биржевой рынок множество игроков.

Другая важная роль, осуществляемая организованной биржевой площадкой, — это обеспечение ликвидности ценных бумаг. Ликвидность — это возможность быстро и без существенных накладных расходов продать или купить ценную бумагу. За счет большого количества участников торгов и большого количества ценных бумаг, продающихся и покупающихся одновременно, ликвидность ценных бумаг может быть достаточно высока. Мерой ликвидности является разность между лучшей ценой на покупку и лучшей ценой на продажу, отнесенная к средней этих двух цен. Так, например, разность между ценами покупки-продажи акций РАО «ЕЭС России» составляет 0,001-0,004 руб., что при цене акции в 15 руб. дает очень малую величину спреда в 0,007-0,03%. Для акций НК «ЛУКОЙЛ» эта величина может изменяться в пределах 0,50-2,00 руб., что в процентах к цене составляет 0,025-0,1%. Косвенной мерой ликвидности можно назвать абсолютное количество бумаг конкретного эмитента, покупаемых в течение одного торгового дня. Чем больше эта величина, тем более ликвиден рынок. И следовательно, тем легче инвестору приобрести или продать нужное ему количество ценных бумаг и не потерять при этом в цене. Другие параметры ликвидности мы будем обсуждать в третьей части книги. Параметры ликвидности бумаг меняются с течением времени. До кризиса 1998 г. самыми ликвидными бумагами на ММВБ были обыкновенные акции РАО «ЕЭС России» и НК «ЛУКОЙЛ». После кризиса позиции НК «ЛУКОЙЛ» были потеснены другой бумагой — обыкновенными акциями ОАО «Сургутнефтегаз».

Биржа обеспечивает условия ликвидности каждой конкретной бумаги двумя путями: разумной тарифной политикой, что привлекает частных инвесторов, и созданием института маркетмейкеров.

Маркетмейкер — это участник торгов, который по соглашению с биржей обязан поддерживать разницу цен покупки-продажи в определенных пределах. За это маркетмейкер получает от биржи возможность по льготным условиям совершать операции с ценными бумагами, которые он поддерживает (уменьшенные комиссии либо полное их отсутствие). Ликвидность ценных бумаг, обращающихся на бирже, — это существенная «приманка» для частных инвесторов, обеспечивающая им возможность продать или купить необходимое количество ценных бумаг за минимальное время по наиболее выгодной и справедливой цене, существующей на рынке в момент совершения операции.

Следует упомянуть еще одну важную роль бирж на фондовом рынке. Поскольку биржевая деятельность лицензируется и регулируется государством, на биржи возложены не только функции организатора торговли, но частично и функции регулятора. Так, биржа при организации торгов обязана осуществлять мониторинг рынка с целью пресечения ценовых манипуляций, махинаций с ценными бумагами и нарушений правил осуществления брокерской деятельности на организованном рынке. Все эти функции российские биржи выполняют на достаточно современном уровне.

Функции ценных бумаг и роль фондового рынка

Резюмируя вышесказанное, еще раз перечислим функции и роль ценных бумаг. Являясь формой существования капитала, ценные бумаги обращаются на особом рынке, называемом фондовым, и выполняют ряд функций.

Во первых, ценные бумаги перераспределяют денежные средства:

- между странами и территориями;
- между отраслями промышленности и секторами экономики;
- между отдельными предприятиями внутри одного сектора. Рынок устроен таким образом, что деньги перетекают туда, где они могут принести наибольший эффект от своего использования и наибольшую выгоду своему владельцу. Именно этот принцип и лежит в основе перераспределения средств — от страны до конкретной компании.

Во-вторых, ценные бумаги осуществляют перераспределение инвестиций в каждое конкретное предприятие между крупными институциональными инвесторами, средними и

малыми инвестиционными и финансовыми компаниями и частными инвесторами вплоть до последнего обывателя. О перераспределении денег между крупными инвесторами и всеми остальными мы говорили выше. Роль крупных институциональных инвесторов сводится к финансированию компаний путем выкупа всей или части новой эмиссии ценных бумаг с последующей продажей и распределения другим, более мелким участникам рынка и конечным инвесторам. Обыватель, хранящий деньги на банковском депозите, может даже не подозревать, что часть его средств использована банком для покупки, например, корпоративных облигаций, и соответственно он волей-неволей становится источником средств развития конкретного предприятия и экономики в целом. Таким образом, денежные средства вовлекаются в развитие экономики и перераспределяются посредством оборота ценных бумаг.

В-третьих, ценные бумаги служат для фиксации прав владельцев па долю долга или собственности предприятий (в случае корпоративных ценных бумаг) или на долю долга государства (в случае государственных бумаг).

В качестве вознаграждения за участие в финансировании экономики и платы за риск, присущий владению ценными бумагами, держатели ценных бумаг получают дополнительный доход. Этот дополнительный доход может быть выражен в виде купонов и процентных выплат в случае долговых бумаг или в виде дивидендов и роста курсовой стоимости в случае долевых ценных бумаг. Этот доход может меняться в зависимости от видов ценных бумаг и конкретного эмитента от величины, чуть превышающей инфляцию (для государственных ценных бумаг), до астрономических величин в случае возникновения ажиотажного спроса на бумаги быстроразвивающейся корпорации. Способность приносить доход своему владельцу есть имманентное свойство ценных бумаг. Разумеется, не во все времена и не все ценные бумаги приносят доход. Бывают в экономике и периоды спада деловой активности. Например, когда конкретные предприятия — эмитенты ценных бумаг терпят банкротства и ликвидируются, бумаги этих корпораций приносят своим владельцам убытки. Но на больших временных горизонтах — от 15 до 30 лет в среднем — ценные бумаги приносят доход, соответствующий или превышающий рост экономики. Для иллюстрации этого обстоятельства приведем график роста стоимости акций 30 крупнейших промышленных корпораций США за вторую половину XX в. Это график индекса Доу-Джонса (рис. 2.1); здесь он приведен в логарифмическом масштабе.

Рост индекса Dow Jones Industrial с 1 го января 1950г

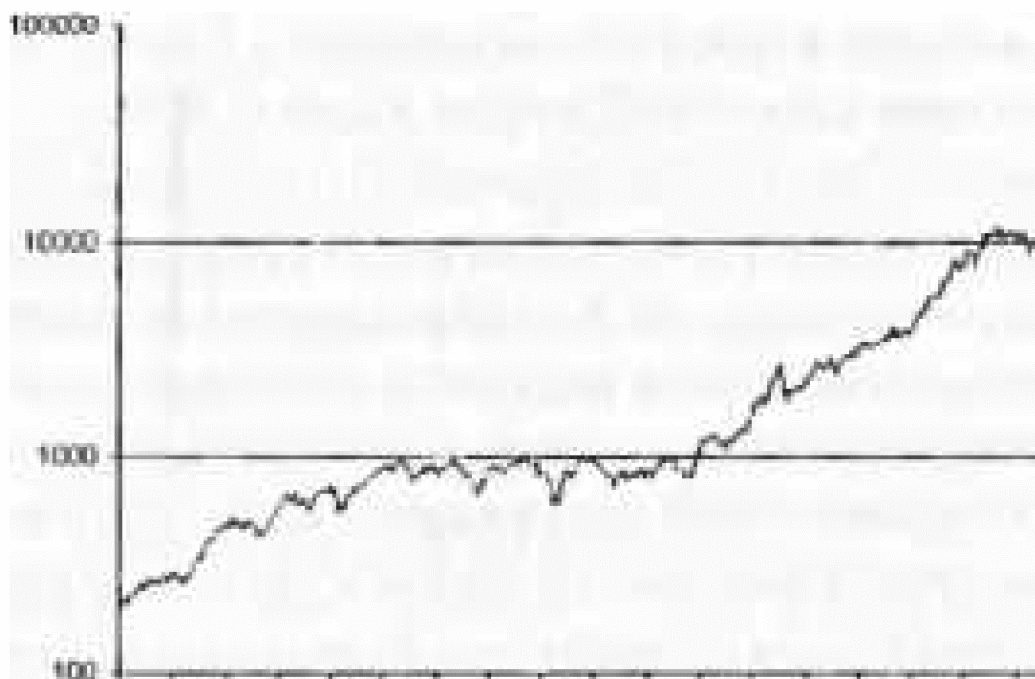


Рис. 2.1. Изменение капитализации 30 крупнейших промышленных корпораций США с 1950 по 2002 г. на примере изменения величины индекса Доу-Джонса (Dow Jones Industrial Average)

Поскольку в логарифмическом масштабе этот график напоминает прямую, в обычном масштабе рост этого индекса будет напоминать экспоненциальную функцию.

В начале 1950 г. значение индекса было равно 201 пункту, а в начале 2000 г. — 10 940. Таким образом, за 50 лет индекс вырос более чем в 50 раз. И если бы кто-то в 1950 г. вложил 1000 долл. в индекс Доу-Джонса, то к концу 2000 г. инвестиции выросли бы в 50 раз и составили бы 50 000 долл. По формуле сложного процента легко подсчитать, что индекс за этот период рос со следующей скоростью:

$$R = 100\% \cdot \left\{ \left[\frac{Index(200)}{Index(1950)} \right]^{\frac{1}{50}} - 1 \right\} = 8,31\%.$$

Значение 8,31% существенно перекрывает инфляцию, которая за этот период составила в среднем около 3,5%. Также рост индекса перекрывает доход, который мог быть получен на рынке казначейских облигаций. Среднее значение доходности государственных облигаций правительства США за этот же период было чуть выше инфляционного уровня. Заметим также, что 20 лет из приведенных пятидесяти (с 1965 по 1985) пришлось на стагнацию и застой в экономике США, когда рынок практически не рос. Зато в последние 15 лет второй половины века индекс рос со средней скоростью 15,34% в год. Это очень много!

В качестве примера стоит указать на то, что 10% годовых за 50 лет дают прирост капитала в 117 раз, а за 100 лет те же 10% годовой доходности дают рост почти в 14 тысяч раз!!! Не следует забывать, что рост фондового рынка должен соответствовать росту экономики страны с поправкой на инфляцию. Так что 8, 10 или 15% годового прироста инвестиций — это очень большие величины на значительных временных горизонтах.

Таким образом, трудно переоценить роль фондового рынка как места, где происходит торговля ценными бумагами и перераспределение капиталов между странами, секторами экономики и предприятиями, с одной стороны, и различными группами инвесторов, с другой. Без фондового рынка экономике было бы невозможно эффективно развиваться и удовлетворять нужды каждого члена общества.

Глава 3

Инфраструктура рынка ценных бумаг

Для успешной торговли на фондовом рынке необходимо ясно представлять себе, как функционирует рынок ценных бумаг, какие существуют участники рынка, в чем заключается их роль и как они между собой взаимодействуют. Мы не будем давать детальную картину в этой главе, а ограничимся лишь базовыми понятиями и описанием основных ролей, что, как нам кажется, будет достаточно для общего понимания всей картины.

Непременным участником рынка ценных бумаг любого государства является государственный регулирующий и контролирующий орган. В США таким органом является Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission, SEC), а в России — Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР РФ). В функции этих государственных органов входят:

- установление правил работы рынка и обращения эмиссионных ценных бумаг;
- лицензирование и надзор за профессиональными участниками рынка ценных бумаг;
- выдача разрешений на проведение новых эмиссий ценных бумаг и регистрация этих выпусков;

- контроль за соблюдением эмитентами — акционерными обществами прав акционеров;
- выработка рекомендаций по дальнейшему совершенствованию федерального законодательства по рынку ценных бумаг.

Подробную информацию заинтересованный читатель найдет на сайте ФСФР РФ (www.fcsr.ru). На фондовом рынке ФСФР представляет интересы государства, которые не всегда совпадают с интересами участников рынка в частности и интересами общества в целом. Поэтому Федеральный закон о рынке ценных бумаг РФ для более эффективной работы рынка, его участников и деятельности самой ФСФР предусматривает создание специализированных некоммерческих общественных объединений участников рынка. Такие объединения называются саморегулируемыми организациями (СРО) участников фондового рынка. На данный момент существует несколько таких некоммерческих организаций, из них наиболее известны:

- НЛУФОР (Национальная ассоциация участников фондового рынка);
- ПЛРТЛД (Профессиональная Ассоциация Регистраторов, Трансфер-агентов и Депозитариев);

- НФЛ (Национальная фондовая ассоциация);
- АУВЕР (Ассоциация участников вексельного рынка);
- НЛУ (Национальная лига управляющих).

В США самой известной общественной организацией на фондовом рынке является Национальная ассоциация брокеров-дилеров (National Association of Securities Dealer, NASD).

Федеральная служба позволяет данным организациям принимать участие в законотворческой деятельности на рынке ценных бумаг в обмен на взятие ими на себя части функций ФСФР по надзору за своими членами. Таким образом, СРО становятся как бы промежуточным звеном между государственным органом (ФСФР РФ) и всеми остальными коммерческими участниками рынка ценных бумаг. Членство в СРО не является обязательным для профессиональных участников фондового рынка.

Перейдем к описанию коммерческих организаций — профессиональных участников рынка ценных бумаг, которые и составляют основу инфраструктуры рынка. Это:

- регистраторы и трансфер-агенты; — депозитарии;
- расчетные и клиринговые палаты;
- биржи; — дилеры;
- брокеры;
- доверительные управляющие;
- управляющие компании;
- различные фонды.

Деятельность всех вышеперечисленных субъектов рынка ценных бумаг регулируется и лицензируется ФСФР РФ. И в случае нарушений со стороны участников рынка прав инвесторов или акционеров, законов о деятельности на рынке ценных бумаг или постановлений ФСФР реакция надзорного органа на это может быть крайне жесткой: от штрафов до отзыва лицензии.

Логичным кажется распутать все это хитросплетение профессиональных участников рынка, начав с конца, оттуда, где оседает конечная информация о фиксации права собственности на акции корпорации, а именно с регистратора.

Регистратор (или реестродержатель) — участник фондового рынка, который служит интересам в первую очередь корпорации — эмитента ценных бумаг. Регистратор — это предприятие, ведущее реестр акционеров акционерного общества. Если у предприятия менее 50 акционеров, то согласно Закону об акционерных обществах предприятие может само вести свой реестр. В случае если акционеров больше, то предприятие обязано отдать ведение реестра независимому юридическому лицу. Данное лицо и будет называться регистратором, или реестродержателем. Основная функция регистратора — вести точный учет владельцев предприятия, которое является клиентом регистратора. Это абсолютно необходимо предприятию для начисления дивидендов и проведения общих собраний. Заведение реестра и предоставление сведений, на основе которых начисляются дивиденды и проводится

голосование на общих собраниях, предприятие платит регистратору. Эта плата (а также плата за внесение новых записей в реестр) служит источником доходов регистратора. Естественно, регистратор не может единолично собирать информацию о том, кто, кому, какие акции продал и какие записи должны быть внесены в реестр акционеров по результатам каждого биржевого дня. Эти проблемы решаются иначе. Для решения первой из них регистратор может делегировать часть своих функций трансфер-агентам, которые, являясь связующим звеном между регистратором и депозитариями, позволяют более оперативно и полно решать стоящие перед регистратором проблемы.

Другие участники рынка, без которых невозможен оборот ценных бумаг, — это депозитарии. В отличие от регистратора депозитарий не отвечает перед акционерным обществом за точность и состояние его акционерной базы. Он предназначен в первую очередь для акционеров предприятия, поскольку ведет учет их прав на принадлежащие им ценные бумаги. В некотором смысле депозитарий — это банк ценных бумаг. Единственное исключение состоит в том, что в отличие от банковской организации, где деньги клиентов хранятся в обезличенном виде и соответственно банк может ими пользоваться, например для выдачи кредитов, ценные бумаги не могут быть обезличенными, т.е. не может быть и речи, чтобы депозитарий воспользовался ценными бумагами клиентов в своих целях. Итак, депозитарий ведет учет прав и перехода прав собственности на ценные бумаги своих клиентов. Последние зовутся депонентами¹ и открывают в депозитарии счета депо, на которых и хранятся (учитываются) ценные бумаги. Проводки (списания и зачисления) по счетам «е.по оі» уществляются депозитарием не по произвольному желанию собственников счетов, а на основании документов, поступающих в том числе и от других профессиональных участников: брокеров, клиринговых палат бирж, других депозитариев. В этих документах отражаются основания для перевода бумаг с одного счета депо на другой. Типичным основанием для совершения операции с бумагами депонента может быть, например, передаточное распоряжение, договор купли-продажи ценных бумаг или договор залога.

Депозитарий учитывает бездокументарные бумаги, но может принимать на хранение и документарные бумаги, существующие в наличной форме. Помимо учета собственников ценных бумаг депозитарий ведет учет ценных бумаг в разрезе мест хранения. С этой целью он открывает междепозитарные счета в других депозитариях и реестрах.

За операции по списанию-зачислению на счета депо, за перевод бумаг в другой депозитарий, за хранение ценных бумаг депозитарий берет плату со своих клиентов. Эта плата и есть источник средств существования депозитария. Роль депозитария для конечного инвестора трудно переоценить. Именно независимый депозитарий, хранящий бумаги клиента и сообщающий об этом реестродержателю по его запросу, является главным гарантом прав собственности инвестора на принадлежащие ему ценные бумаги.

Расчетные и клиринговые палаты, о которых уже шла речь в предыдущей главе, существуют при торговых площадках. Данная деятельность также не может осуществляться без надлежащего лицензирования. Без расчетных и клиринговых палат не существует ни одна биржа. Расчетная палата ведет учет денежных средств участников торгов, осуществляет поставку денег по каждой сделке продавцам бумаг, списывает денежные средства со счетов покупателей, осуществляет внешние и внутренние денежные переводы. Перед началом торгов участники перечисляют деньги со своего расчетного счета на торговые счета. С этого момента деньги блокируются для торговли, и на них можно только покупать ценные бумаги. Изменение состояния денежных торговых счетов участников торгов осуществляется после каждой совершенной ими сделки. При этом учитываются и комиссионные самой биржи. По завершению торгов расчетная палата рассчитывает, сколько у какого участника торгов списать денег и сколько кому поставить. Осуществив эти расчеты, деньги выводятся на расчетные счета участников и становятся доступными. Для других целей. Разумеется, участник торгов может вывести деньги с торговли на свой расчетный счет и в течение торгов, но при этом он не сможет на них торговать.

Депозитарно-клиринговый центр, как и расчетная палата, ведет учет ценных бумаг участников торгов, осуществляет поставку бумаг на счета покупателей, списывает бумаги со счетов

продавцов, осуществляет клиринг ценных бумаг по результатам торгов в уполномоченных депозитариях. Как и деньги, ценные бумаги участников перед началом торговой сессии блокируются на торговых счетах. Списание и зачисление ценных бумаг, как и в случае с деньгами, осуществляется мгновенно после каждой совершенной сделки. По завершению торгов осуществляется клиринг, т.е. вычисляется, как изменилось за время торговли состояние счета каждого участника. По результатам этих расчетов депозитарно-клиринговый центр дает распоряжение уполномоченным депозитариям осуществить все необходимые проводки, которые и отражают новое состояние позиций по ценным бумагам своих клиентов — участников торгов.

Расчетные и депозитарные клиринговые центры существуют при биржах и торговых площадках, ведущих организованную торговлю ценными бумагами. Более подробно о биржах мы будем говорить в следующей главе, а сейчас рассмотрим роль других профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Дилер — профессиональный участник рынка ценных бумаг, который совершает операции исключительно для себя и на свои средства. Основным источником дохода дилера — это курсовая разница между покупкой и продажей ценных бумаг, а также купоны и дивиденды, получаемые по этим бумагам. Юридическое лицо, обладающее лишь дилерской лицензией, не имеет права осуществлять операции в пользу третьих лиц даже за их собственный счет. У такого дилера отсутствуют клиенты, для которых он оказывает услуги. Каждую операцию он осуществляет исключительно в своих интересах и в случае неудачи рискует только своим капиталом. Соответственно, он несет самые большие риски при работе на фондовом рынке. Дилером может быть юридическое лицо, обладающее высокопрофессиональным персоналом, что и позволяет ему зарабатывать там, где другие участники в лучшем случае не получают прибыли, а в худшем — несут потери.

Брокер — профессиональный участник рынка ценных бумаг, который совершает операции исключительно для клиентов и за счет клиентов. Юридическое лицо, обладающее лишь брокерской лицензией, не имеет права осуществлять дилерские операции. Все, что может брокер в таком случае, — это купить или продать для клиента ценные бумаги, основываясь на его распоряжениях и пользуясь его деньгами, предоставленными для этой цели. В частности, такой брокер не имеет права продавать клиенту свои ценные бумаги или покупать клиентские бумаги на себя*. Большинство российских участников рынка ценных бумаг получают лицензии на совершение как брокерских, так и дилерских операций.

Основная обязанность брокера — обслуживать своих клиентов на рынке ценных бумаг: выводить их сделки на рынок посредством своих технических средств, консультировать клиента по вопросам покупки-продажи ценных бумаг, всячески помогать ему при работе на фондовом рынке. Традиционно брокеры делятся на так называемых б/юке/юв полного цикла (full-service broker) и дисконтных брокеров (discount broker). Первые предоставляют клиенту полный сервис, включая консультации по выбору объектов инвестирования, построение и ведение инвестиционных портфелей, налоговые консультации, консультации по вопросам финансового и пенсионного планирования, ведения различных счетов клиента. Такой сервис стоит относительно дорого и доступен только крупным частным инвесторам и юридическим лицам, обладающим большими средствами. Комиссии здесь могут достигать 200-500 долл. за сделку. Ясно, что основной массе частных лиц такой сервис просто не по карману. Для обслуживания этой части инвесторов имеются другие, так называемые дисконтные брокеры. Стоимость комиссий этих брокеров достаточно невелика: от 5 до 25 долл. за сделку в США и от 0,01 до 0,2% от величины сделки в России. Ясно, что если объем сделки составляет всего 5000 руб., то максимальная комиссия, которую заплатит инвестор, будет всего 10 руб. Это немного по сравнению с обслуживанием у брокера, предоставляющего полный сервис.

Очень часто брокеры совмещают брокерскую и депозитарную деятельность. Это позволяет удешевить и ускорить процесс перерегистрации ценных бумаг при совершении сделок купли-продажи. В этом случае весь учет по бумагам клиентов брокер ведет в собственном депозитарии, а реально бумаги хранятся на корреспондентском счете брокера в другом — специализированном депозитарии. При этом брокер выступает по отношению к клиенту в

качестве номинального держателя. Для депозитария — хранителя бумаг брокер выступает их номинальным собственником. И лишь во внутреннем учете в собственном депозитарии брокера находят отражение сведения об истинных владельцах ценных бумаг. С точки зрения юридических прав собственника совершенно безразлично, в каком депозитарии числятся бумаги клиента. Когда брокер выступает номинальным держателем для клиента, скорость совершения операций последнего убыстряется и удешевляется. Но есть и другая сторона медали. У брокеров, как правило, капитал меньше, чем у независимых депозитариев, а риски ведения операционной деятельности больше. Поэтому во время кризисных ситуаций вероятность разориться у брокера выше, нежели у независимого депозитария. Соответственно риски клиента, хранящего бумаги не в независимом депозитарии, а в депозитарии брокера, существенно выше рисков клиента, пользующегося услугами независимого депозитария.

Доверительный управляющий — юридическое лицо, действующее на рынке ценных бумаг на основании лицензии ФСФР РФ и осуществляющее деятельность по управлению ценными бумагами клиентов. На Западе такая форма взаимодействия клиента и управляющего получила наименование траста или трастового управления. Клиент, подписавший договор доверительного управления, передает доверительному управляющему свое имущество на определенный срок (как правило, не менее чем на год) с целью профессионального управления им и получить в итоге максимального дополнительного дохода. Доверительный управляющий обычно работает за комиссионное вознаграждение, редко превышающее 1-2% от стоимости имущества в год. Очень часто в договоре на доверительное управление предусмотрено условие дополнительного вознаграждения в том случае, если доверительный управляющий получает значительный доход за период управления.

Доверительный управляющий не имеет права смешивать имущество своего доверителя (учредителя управления) со своим, так же как и с имуществом других доверителей. Таким образом, каждый договор доверительного управления строго индивидуален. Участники рынка, обладающие лицензией на доверительное управление, декларируют индивидуальный подход и предоставление персонального менеджера для каждого счета доверительного управления. Но при этом нужно помнить, что индивидуальный менеджер редко обслуживает лишь одного доверителя. Опыт показывает, что один портфельный менеджер может эффективно управлять не более чем 5-10 различными счетами клиентов. Если предположить, что зарплата такого менеджера составляет минимум 24 000 долл. в год без учета бонусов и премиальных, а доходность, которую он получает для клиентов, составляет 50% годовых, то для того, чтобы окупить затраты на свое содержание, он должен обслуживать сумму средств размером, к- менее 1,2 млн долл. при условии, что комиссионные составляют 2% в год от этой суммы. Таким образом, минимальным порогом, необходимым для принятия средств в управление, следует признать сумму в эквиваленте 100 000-120 000 долл. Если сумма будет меньше, то доверительному управляющему придется искать дополнительных клиентов на доверительное управление, что неминуемо скажется на качестве управления средствами и доходности всех клиентов.

Вышеприведенные выкладки показывают, что пользоваться услугами по доверительному управлению доступно не каждому клиенту. Существуют два способа обойти ограничение на минимальную сумму средств по доверительному управлению. Один, например, предлагает компания IT invest (www.itinvest.ru), когда операции портфельного менеджера оптимизированы и автоматизированы до предела, что позволяет одному управляющему одновременно вести работу с несколькими десятками клиентов; при этом клиент может следить за действиями своего доверительного управляющего в режиме онлайн через Интернет.

Другую возможность снижения барьера входа на фондовый рынок и удешевления доступа к услугам профессионалов рынка предоставляют различные паевые инвестиционные фонды, где денежные средства клиентов консолидируются и используются в общей массе. Здесь в отличие от доверительного управления все клиенты равны. Паевые инвестиционные фонды не являются юридическими лицами, т.е. у них отсутствует вся инфраструктура, свойственная реальному предприятию. Это сильно снижает стоимость функционирования таких фондов и

соответственно стоимость услуг фонда для конечного клиента. Тем не менее фонды должны кем-то управляться. Эту роль играют управляющие компании.

Управляющая компания — профессиональный участник рынка ценных бумаг, лицензируемый ФСФР РФ, основная обязанность которого — управление активами фондов и продажа паев этих фондов клиентам — частным инвесторам. Управляющая компания может управлять несколькими инвестиционными фондами одновременно. Такие фонды могут быть созданы на средства частных инвесторов или на средства других организаций, например пенсионных и страховых компаний.

Мы не будем останавливаться на деятельности управляющих компаний и инвестиционных фондов более подробно, поскольку это не является предметом нашей книги. Более подробную информацию можно получить на независимом ресурсе Национальной лиги управляющих по адресу www.nlu.ru.

Глава 4

Российские и западные биржевые площадки

Теперь мы можем обсудить главных организаторов торговли на рынке ценных бумаг — биржи и торговые площадки.

Именно на биржах проходит основной оборот торгов по наиболее ликвидным ценным бумагам высокотехнологичных эмитентов. Поэтому биржи являются основным структурным элементом рынка ценных бумаг. Биржа берет на себя организацию ликвидности рынка и обеспечение гарантий совершения сделок как продавцам по поставке денег за: (роданные бумаги, так и покупателям по поставке купленных активов.

В этой главе мы не ставим своей задачей описать все более-менее известные биржи, на которых ведется торговля. Скорее, мы хотим показать на примере четырех конкретных бирж общие принципы устройства биржевой торговли и некоторые специфические отличия. Более подробно будет рассмотрена Фондовая биржа ММВБ.

Различия между биржами и торговыми площадками незначительны и стираются по мере развития рынка. Исторически сложилось так, что первые биржи функционировали по системе *открытого выкрика* и представляли собой площадку, где в определенное время собирались брокеры и дилеры и наперебой предлагали друг другу цены покупки и продажи за торгуемый актив. Если покупателя (или продавца) удовлетворяли цена и предлагаемый контрагентом объем товара, то два торговца записывали свою сделку и сдавали квиточки с такими записями, называемые тикетами, официальному лицу, называемому маклером, наблюдающему за ходом торгов и регистрирующему сделки.

В современном мире таких бирж практически не осталось. Электронные средства коммуникаций и компьютерные системы обусловили развитие электронных торговых систем. При этом изменились роли и функции участников торгов.

В качестве примера приведем старейшую мировую торговую площадку - Нью-Йоркскую фондовую биржу (NYSE, www.nyse.com). Это пример биржи, торги на которой поддерживаются так называемыми *специалистами*. Специалист — это участник торгов, который наблюдает за ходом торговли по конкретной бумаге, за которую отвечает. За каждой бумагой закреплен один специалист. Но сам специалист может работать с несколькими бумагами и отвечать за них.

Первейшая обязанность специалиста — обеспечение ликвидности данной бумаги путем поддержания двусторонних котировок и исполнения сделок по этим котировкам. Специалист берет на себя обязательство поддерживать *спред* (разность котировок на продажу и покупку) на уровне не более определенного. Если нет желающих продать бумагу, то специалист обязан выставить и держать предложение на продажу бумаг. Если нет желающих купить бумагу, то специалист обязан выставить и держать предложение на покупку бумаг.

Таким образом, на биржах, организованных по принципу работы специалистов, участники торговли видят только вершину айсберга. Им именно: самую высокую цену на покупку (*bid, bid price — бид, цена спроса*) и размер покупаемого лота (*bidsize*), с одной стороны, а также самую низкую цену на продажу (*ask, offer, ask price — аск, офер, цена предложения*) и размер продаваемого лота (*ask size*), с другой. Кроме того, им доступна информация о ценах и объемах последних сделок. Ничего более ни широкой общественности, ни прочим профессиональным участникам торгов не доступно. Неизвестно также, кто стоит за текущим спросом и предложением — другой участник торгов или сам специалист. Например, если текущие котировки суть 51,125 X 500 на 51,625 X 1000, то это означает, что существует покупатель (или покупатели), который готов заплатить цену за бумагу 51,125 долл. и взять по этой цене 500 бумаг. А также существует продавец (или продавцы), готовый продать не более 1000 бумаг по цене 51,625 долл. за каждую.

Специалист поддерживает ликвидность рынка даже тогда, когда на рынке отсутствует спрос или предложение. Если участник торгов хочет купить 800 бумаг по текущему предложению, а на продажу есть только 500, то специалист продаст дополнительные 300 из собственного

запаса. Следовательно, на рынке всегда можно купить или продать требуемое количество акций, чем и достигается его ликвидность. А отвечает за это именно специалист.

Казалось бы, на специалиста возложены довольно жесткие функции по поддержанию рынка и ликвидности конкретной бумаги.

Что же заставляет его исполнять эти функции? Во-первых, специалист—единственный, кто видит весь рынок и понимает, в какую сторону он будет двигаться. Это позволяет ему извлекать выгоду из таких движений в свою **ПОЛЬЗУ**. Во-вторых, он не платит таких биржевых комиссий, какие платят все остальные участники рынка. Это позволяет ему совершать свои операции очень дешево. В-третьих, самое важное, поддерживая цену и ликвидность бумаги, он является основным покупателем и продавцом. Купив у кого-либо бумаги по одной цене, он тут же выставляет заявку на продажу по более высокой. Чтобы яснее понять, как работает специалист, можно представить себе определенную аналогию между ролью специалиста на бирже и валютным обменным пунктом.

Рассмотрим другой пример организованной торговой площадки — NASDAQ. Это пример так называемого дилерского рынка. Там отсутствует единый специалист по каждой торгуемой бумаге. Вместо этого присутствуют **маркетмейкеры** и **дилеры**. Дилер - это участник торгов, который может выставлять заявки и совершать сделки на рынке. Маркетмейкер в отличие от дилера имеет помимо прав и обязанности. В частности, обязанности маркетмейкера состоят в поддержании двусторонних котировок. Следовательно, такой участник обязан присутствовать на рынке по каждой бумаге, по которой он числится маркетмейкером. Это означает, что маркетмейкер обязан выставлять котировки на покупку либо на продажу, и если другой участник рынка обращается к нему с предложением осуществить сделку на объявленных условиях, то последний просто обязан это сделать. В электронной системе NASDAQ поэтому видны не только лучшие предложения по какой-либо бумаге, но и вся глубина рынка, т.е. вообще все предложения на покупку и на продажу, а также имя дилера, выставившего каждое конкретное предложение. Сами сделки могут заключаться как по телефону, так и по электронной системе, с которой связан каждый маркетмейкер.

Ранее участвовать в торгах могли только члены NASD. В настоящее время ситуация изменилась, и многие клиенты, имеющие системы прямого доступа на рынок, могут выставлять свои заявки непосредственно в систему. Когда клиент брокера-дилера желает совершить сделку в такой системе, его брокер либо выставит клиентскую заявку на рынок от своего имени (в случае лимитированной заявки), либо проведет сделку с другим участником торгов (в случае рыночной заявки).

Дилерский рынок наилучшим образом отвечает рыночным требованиям в случае малоликвидных акций и низкого объема торгов. Однако при росте количества участников торгов и объемов совершаемых ими сделок он становится неэффективным по сравнению с рынком специалиста. Более того, при таком построении торгов заявка клиента может быть удовлетворена отнюдь не по самой лучшей цене, существующей в данный момент на рынке. Более детально мы остановимся на принципах работы маркетмейкеров и специалистов в части VI, посвященной технике работы на различных рынках.

Аналогом дилерского рынка NASDAQ в России является секция классического рынка фондовой биржи РТС (www.rts.ru). Первоначально РТС позиционировалась как торговая система. Запуск первых торгов состоялся в 1995 г., когда участники получили возможность вводить свои индикативные заявки в электронную систему, а договаривались о деталях и заключали сделки непосредственно по телефону. Сегодня фондовая биржа РТС — наиболее динамично развивающаяся площадка фондового рынка. Помимо основной секции* — собственно торговой системы РТС, сохранившейся со старых времен, — торговля ведется и на других площадках. Это:

- секция гарантированных котировок (СГК) РТС, где идет биржевая торговля по наиболее ликвидным бумагам корпоративных эмитентов;

- секция срочного рынка FORTS, где происходит торговля фьючерсами и опционами на ценные бумаги ведущих российских эмитентов и основные фондовые индексы;

- секция торговли облигациями RTS Bonds;
- организация торгов акциями ОАО «Газпром» (совместный проект РТС и фондовой биржи «Санкт-Петербург»).

В основной секции участники торгов выставляют котировки и заключают сделки по акциям, выбирая валюту расчета и способ исполнения обязательств. Как правило, поставка ценных бумаг покупателю происходит на третий день после заключения сделки, хотя возможны и варианты, когда перерегистрация бумаг длится две недели и более. Основные игроки здесь — дилеры и маркетмейкеры, клиентами которых являются крупные западные фонды и институциональные инвесторы. Основная валюта цены сделки — доллар США. Расчеты по сделкам проходят в основном в долларах США, но могут также проходить и в рублях. Мелкому частному инвестору на этом рынке делать нечего. Большие размеры торгуемых лотов и существенные накладные расходы делают его присутствие здесь экономически невыгодным. Кроме того, эта площадка недоступна для интернет-трейдинга.

В СГК торговля ведется лотами поменьше. Здесь расчеты проводятся только в национальной валюте. Использование электронной системы обеспечивает немедленное заключение сделок, а клиринговый центр РТС гарантирует их исполнение, поскольку введено обязательное полное предварительное депонирование денежных средств и ценных бумаг в расчетном банке и расчетном депозитарии. Торговля в этой секции ведется только по ценным бумагам, входящим в список для СГК. Подключение к торгам может быть осуществлено и посредством специального интернет-шлюза, разработанного биржей и позволяющего наладить интернет-трейдинг. Основное неудобство для частных инвесторов при торговле в системе СГК состоит в относительно низкой ликвидности рынка. В качестве преимущества перед Фондовой биржей ММВБ, о которой речь пойдет ниже, следует указать на использование биржей РТС собственных символов (тиккеров) для обозначения различных бумаг.

В сею *и* срочного рынка FORTS проходит торговля фьючерсами и опционами. В качестве базовых активов используются акции корпоративных эмитентов (РАО ЕЭС, ОАО «Сургутнефтегаз», НК «ЛУКОЙЛ», ОАО «Газпром», ОАО «Ростелеком», ГМК «Норильский никель», кроме того, в качестве базовых активов используются Курс доллара США и Индекс РТС. Возможность торговать через Интернет, открывать позиции и в длинную, и в короткую сторону, а также работать с малыми суммами гарантийного обеспечения сделали эту площадку очень популярной среди российских спекулянтов.

В секции RTS Bonds торговля может вестись государственными, муниципальными, корпоративными облигациями и еврооблигациями.

Перейдем к описанию крупнейшей российской торговой площадки — Московской межбанковской валютной биржи или ММВБ (www.micex.com), которая являет собой пример иного построения механизма торгов. Одновременно это и самая крупная на сегодняшний день площадка, на которой проходит самый значительный оборот торгов по различным инструментам. Поэтому рассмотрим принципы организации торгов на ней более подробно.

На основе ММВБ создана общенациональная система торгов во всех основных сегментах финансового рынка — валютном, фондовом, срочном, торговли государственными ценными бумагами. Соответственно торговля по разным классам финансовых инструментов ведется в различных секциях биржи.

К торговле на ММВБ подключены региональные валютные биржи, объединенные с ММВБ в единую межрегиональную систему торговли. Торговыми представителями ММВБ в регионах являются Санкт-Петербургская валютная биржа (СПВБ), Сибирская межбанковская валютная биржа (СМВБ), Уральская региональная валютная биржа (УРВБ), Нижегородская валютно-фондовая биржа (НВФБ), Азиатско-Тихоокеанская межбанковская валютная биржа (АТМВБ), Ростовская валютно-фондовая биржа (РВФБ) и Самарская валютная межбанковская биржа (СВМБ). До 2005 г. торговля акциями, корпоративными и государственными облигациями осуществлялась в секции фондового рынка ММВБ. С 2005 г. торговля этими инструментами перенесена в специально созданную Фондовую биржу ММВБ.

Предоставление максимально возможных гарантий исполнения сделок — главный принцип работы биржи. Расчеты по биржевым сделкам осуществляются по принципу *поставка против платежа через* специализированные организации — Расчетную палату (РП) ММВБ и Национальный депозитарный центр (НДЦ), выполняющий клиринговые функции по бумагам. Мы уже касались в предыдущей главе роли и функций расчетных и клиринговых палат. Отметим лишь, что принцип поставка против платежа означает, что при совершении сделок переход как денежных средств, так и ценных бумаг между участниками сделки происходит одновременно.

В системе построения торгов ММВБ отсутствует как институт специалистов, так и институт маркетмейкеров. Все сделки осуществляются автоматическим исполнением совпадающих пар заявок. Иными словами, если в системе имеется заявка на покупку 100 акций по определенной цене и поступает заявка на продажу, скажем, 250 таких же акций по той же самой цене, то они исполняются в совпадающем объеме. В нашем примере будет куплено и продано 100 акций, а в торговой системе останется неисполненная заявка на продажу 150 бумаг. Приоритетом при исполнении заявок является цена (в первую очередь исполняются заявки по более лучшей цене), а затем время выставления заявки. При равных ценах в первую очередь будет исполнена заявка, которая была выставлена раньше.

Участники торгов на ММВБ в отличие, например, от NYSE видят большую глубину рынка, в частности первые десять лучших цен на покупку и десять лучших цен на продажу с теми объемами, которые покупаются и продаются. При этом в отличие от классического рынка РТС или NASDAQ участники лишены возможности знать, кто конкретно стоит за той или иной заявкой. У такой системы торгов есть масса плюсов, но имеются и недостатки. В частности, если бумага слаболиквидна, то заявка на покупку может провисеть в торговой системе достаточно долго, и нет гарантии, что она будет исполнена.

В настоящий момент торговля на Фондовой бирже ММВБ производится в течение торгового дня, который делится на следующие периоды:

- предторговый период (с 10:15 до 10:30 по московском)- времени);
- регулярная торговая сессия (с 10:30 до 18:45);
- после-торговый период (с 18:45 до 19:00).

В предторговый период игроки могут выставлять только лимитированные заявки, которые накапливаются в торговой системе до 10:29:55. Заметим, что заявки, выставленные в этот период другими участниками торгов, не видны. Другими словами, брокер вынужден ставить свою заявку вслепую. В заключительные секунды периода прием заявок прекращается, и накопленные заявки спариваются по принципу удовлетворения максимального объема.

Во время регулярной сессии идет обычная торговля.

Наконец, в послеторговый период участники могут осуществлять сделки по единой цене, совпадающей со средневзвешенной ценой последних 15 минут регулярной сессии. При этом заявка может быть подана только как рыночная, без указания цены. Эти заявки накапливаются в торговой системе в течение 15 минут. Все сделки в послеторговый период проводятся в последнюю секунду периода по принципу очередности выставления заявок по времени.

Кроме того, следует упомянуть еще о возможности торговли в режиме переговоров сделок. Обычно в этом режиме торгуются крупные пакеты акций между членами биржи. Участник торгов выставляет адресную (в адрес другого конкретного участника торгов) или безадресную (в адрес всех прочих участников) заявку. Если потенциального контрагента устраивает цена, объем сделки и срок поставки активов, то стороны заключают такую сделку, а биржа ее регистрирует. Такой режим доступен только участникам торгов, но не их клиентам.

И последнее, что важно знать при торговле на бирже, это понятие *лота ценных бумаг*. Торговля на любой биржевой площадке происходит лотами ценных бумаг, т.е. партиями, кратными определенному числу. Стандартный лот включает в себя 100 бумаг. Но при высокой цене на бумагу лот может включать и 10 бумаг, и даже одну бумагу.

Заканчивая обсуждение биржевых принципов заключения сделок, будет уместным упомянуть о процедуре допуска бумаг к обращению на биржевых торговых площадках. Такая процедура

называется *листингом*. Каждая фондовая биржа выдвигает свои условия листинга ценных бумаг. Обязательное требование: форма существования компании, которая претендует на допуск ее бумаг к торгам, — открытое акционерное общество (ОАО). Биржи устанавливают и иные требования к кандидатам:

- размер собственного капитала;
- размер чистых активов;
- минимальный срок осуществления коммерческой деятельности;
- минимальное количество акционеров;
- безубыточность баланса за определенный период.

I Горгоныс значения данных требований варьируются от биржи к бирже.

II После допуска к торгам, когда пройдена процедура листинга, возникают дополнительные требования — уже к торгуемым бумагам. Это может быть, например, требование, чтобы средневзвешенная цена за определенный период времени (месяц или квартал) не опускалась ниже установленной границы*. Либо чтобы минимальный оборот бумаг на бирже за конкретный период времени (например, квартал) был не ниже определенного уровня.

Если после допуска к торгам эмитент или его бумага по какому-либо требованию не удовлетворяют нормативам, то биржа может инициировать процедуру *делистинга*, т.е. исключения бумаг из списка торгующихся. Такое тоже бывает. Поэтому надо покупать с осторожностью бумаги тех компаний, оборот по которым очень мал.

На российских торговых площадках это правило пока не используется. На западных же торги акциями, потерявшими свою стоимость, могут быть приостановлены, и, если эмитент не примет надлежащих мер, эти акции могут быть исключены из списка торгуемых инструментов.

Глава 5

Торговля на бирже

Сейчас нам предстоит разобраться, кто же непосредственно может работать и в действительности работает на бирже. (Речь пойдет о российских биржах. Специфика западных торговых площадок будет рассмотрена в частях V и VII.)

Как мы уже говорили, непосредственно на бирже имеют право торговать только члены биржи либо члены соответствующей секции биржи. Таковыми могут быть лишь некоторые профессиональные участники фондового рынка: брокеры, дилеры и управляющие компании. Компания, обладающая дилерской лицензией, может совершать сделки только для себя и за свой счет. Компания, обладающая лицензией брокера, имеет право совершать сделки только в интересах клиентов и только за счет клиентов. Часто компании обладают и той и другой лицензией, что позволяет им совершать сделки и в пользу клиентов, и для себя лично.

Если на бирже могут работать лишь профессиональные участники рынка ценных бумаг — члены биржи, то каким образом простому инвестору совершать операш ш на фондовом рынке? Да просто. Для этого он должен стать клиентом онлайн-брокера — члена той торговой площадки, куда намерен получить доступ. Список брокеров, торгующих на каждой бирже, обычно приводится на сайтах бирж в разделе «Участники торгов». Став клиентом такого брокера, инвестор получает в свои руки инструмент — торговую систему, позволяющую «видеть» рынок, выставлять заявки на покупку-продажу ценных бумаг непосредственно на торги и осуществлять сделки. Такие системы обычно называют «системами прямого доступа», что не совсем корректно. Брокер, прежде чем выставить вашу заявку в торговую систему биржи, проверит ее на достаточность средств на вашем счете (в случае покупки) и на наличие необходимого количества бумаг (в случае продажи). Иными словами, заявка на совершение сделки выставляется все-таки не прямо, а только после прохождения всех необходимых проверок и процедур, которые, в частности, резервируют под каждую заявку, отправляемую на

торги, либо деньги, либо бумаги. Заботу об этих проверках берет на себя брокер, который после завершения всех проверочных процедур конвертирует заявку клиента в формат, принимаемый биржевой торговой системой, и выставляет ее непосредственно на рынок. После получения подтверждения с площадки о совершении сделки по поступившей заявке брокер сделает необходимые проводки по брокерскому счету клиента, а также спишет с его счета соответствующее комиссионное вознаграждение в свою пользу. Для биржи заявка, прошедшая все проверки со стороны брокера и вставшая в очередь торговой системы, является заявкой брокера. Брокер же, видя такую заявку, понимает, что она является конкретной заявкой вполне определенного клиента. И последствия сделки по такой заявке найдут отражение в виде движений денег и бумаг по счетам всех сторон, участвующих в расчетах.

Таким образом, инвестор фактически торгует на бирже самостоятельно, пользуясь лишь брокерской системой для совершения операций.

Игра, спорт или работа?

Что же такое работа на биржевых площадках? Какими качествами должен обладать торговец? Что он должен уметь делать и чего он должен избегать? На что похожа игра на бирже? Кто может стать торговцем и получать удовольствие от игры? Это непростые вопросы, и мы постараемся раскрыть их по ходу изложения материала. А сейчас попробуем дать лишь общие понятия.

Первое, о чем следует сказать: биржа — это не казино. Казино существует для удовлетворения определенных психологических потребностей индивидуума. В казино люди приходят, чтобы распорядиться своим свободным временем и лишними деньгами. В основном они стремятся испытать удачу, удовлетворить жажду азарта и сильных переживаний. Каждый игрок прекрасно осознает, что среднестатистически, на большом количестве игр, он проиграет больше, чем выиграет. Тем не менее люди приходили и будут приходить в казино.

На фондовом рынке ситуация противоположна. Туда люди приходят не тратить деньги с удовольствием, а заработать дополнительные средства к уже имеющимся. В этом смысле биржа — это, конечно, работа. Среднестатистически, на больших временных интервалах,

фондовый рынок приносит больше, чем отнимает. Это связано с техническим прогрессом и с развитием экономики в целом — факт этот мы уже обсуждали ранее. Другое дело, что многим участникам рынка совершенно не хочется ждать долго, пока их ценные бумаги принесут доход. Хочется получить прибыль побыстрее и желательно больше, чем дает рынок в среднем. Здесь уже работа подменяется игрой. Как и в любой игре, в биржевой игре возможны выигрыши и проигрыши. И существует практически прямая зависимость результата от умения и удачи игрока. Невозможно научить удаче, но можно дать начинающему трейдеру набор правил и процедур, использование которых снижает вероятность ошибок и помогает быстрее построить свою систему торговли и овладеть секретами успеха. Гамма или поздно у каждого успешного игрока на рынке образуется собственная парадигма торговли, свои принципы и правила. Среди них есть общие принципы, которые и будут подробно разобраны в последующих главах книги.

Игрок — это профессия или призвание?

Очень часто приходится слышать: могу ли я, со всеми своими достоинствами и недостатками, быть игроком на фондовом рынке? Ответ на этот вопрос скорее положительный, чем отрицательный. Безусловно, любой человек может быть инвестором, а при подавлении в себе некоторых отрицательных черт характера и развитии положительных может стать и успешным игроком. Главным здесь является развитие таких внутренних свойств, как терпение и дисциплина. Этому человек может научить себя только сам. Помимо терпения и дисциплины необходимо правильно выбрать свое место на рынке, правильно составить торговый план, обязательно следовать своей системе риск-менеджмента и системе управления торговым капиталом. Место на рынке, система торговли, системы риск-менеджмента и управления капиталом образуют торговую парадигму каждого конкретного игрока. Любой человек может научиться ездить на велосипеде. Точно так же он может с помощью опыта и обучения найти свою торговую парадигму. В этом смысле торговля на рынке скорее профессия, которую можно освоить, чем призвание. Вместе с тем, как и в любой сфере человеческой деятельности, на фондовом рынке существуют очень талантливые игроки. Они на глазах получают фантастические результаты. Временами кажется, что все, на что они обращают взгляд, тут же начинает расти в цене и дает немедленную прибыль. Как знать, может быть, и у вас есть этот талант, который ждет, когда вы его раскроете.

На чем делают деньги участники рынка? Кто всегда в выигрыше?

Мы уже выяснили, какие бывают ценные бумаги, в чем сущность фондового рынка, какова роль и функции профессиональных его участников. Осталось попятить, где здесь прибыль и доход обычного частного инвестора. Повторим еще раз. В процесс биржевой торговли вовлечены следующие профессиональные участники: биржа, депозитарии, расчетные палаты и брокеры-дилеры. Вся эта инфраструктура существует в том числе и для того, чтобы дать возможность частным игрокам и инвесторам зарабатывать деньги. Вся эта инфраструктура обслуживает участников торгов на платной основе и соответственно зарабатывает на них. Зарботки биржи — самые малые по относительной величине (они могут составлять всего 0,01% от объема сделки и менее). Однако большой объем биржевых операций за день дает бирже один из самых больших и стабильных заработков в абсолютном выражении. Следовательно, биржа заинтересована в наибольшем объеме операций купли-продажи и в росте цен на ценные бумаги.

То же касается услуг депозитария, который учитывает переход прав собственности при совершении сделки купли-продажи, зачисляет/списывает ценные бумаги со счета инвестора при совершении им биржевой сделки и удерживает комиссионное вознаграждение за эти услуги. Размер комиссионного вознаграждения депозитария в отличие от комиссионных биржи зависит не от стоимости этих ценных бумаг, а от их количества. Очень часто вознаграждение берется за изменение остатка бумаг на счете депо инвестора, а все сделки внутри дня, которые не изменяют остатка, комиссионным вознаграждением не облагаются. Депозитарий также может брать плату за хранение ценных бумаг. Но эта плата берется один раз за определенный

период, как правило, раз в год (реже — раз в квартал), и составляет ничтожную часть рыночной стоимости бумаг (от 0,01 до 0,1 %).

Брокер выводит сделки клиента на рынок и осуществляет его обслуживание. Эта деятельность, несмотря на ее кажущуюся простоту, несет в себе определенные риски. Кроме того, удельные затраты брокера на обслуживание одного клиента, как правило, выше, чем затраты биржи на обслуживание ее клиентов (членов торговой секции). Поэтому комиссионные брокера в общем случае выше, чем биржевые сборы. Поток клиентских комиссий с каждой совершенной сделки и есть основная статья дохода брокера. Как и биржа, брокер заинтересован в увеличении числа клиентов и росте оборота клиентских транзакций.

Ни депозитарий, ни биржа не несут существенных рисков при изменении котировок ценных бумаг. В отличие от них брокер несет риски, связанные с резким изменением стоимости ценных бумаг. Связано это с тем, что часть операций брокер проводит для своих клиентов с маржей (или с частичным покрытием), предоставляя клиентам в долг свои ценные бумаги и денежные средства. Подробнее о природе таких сделок, методах учета и открывающихся возможностях будет рассказано в следующей части книги. Пока же ограничимся констатацией того факта, что предоставление брокерского кредита на покупку ценных бумаг клиентам есть одна из функций брокера.

Как и любой кредит, брокерский кредит, предоставленный в виде денежных средств или ценных бумаг, несет в себе риск невозврата. Такое вполне может случиться, если бумаги, купленные на заемные деньги, обесценятся и клиент, продав их с убытком, не сможет расплатиться с брокером. Разумеется, брокеры страхуют себя от подобных случаев, ограничивая величину кредита определенной суммой, соотнося ее с собственными средствами клиента и следя за выполнением определенного соотношения, называемого уровнем маржи. Тем не менее полностью риск к нулю сведен быть не может. За предоставление подобного рода кредитов брокеры берут дополнительное вознаграждение. У зарубежных брокеров это вознаграждение так и называется — проценты по брокерскому кредиту и примерно соответствует ставке процента на межбанковском кредитном рынке. У российских брокеров эта плата заложена в виде дополнительных комиссий при переносе позиции, образованной на заемные деньги, «через ночь». Для клиента большой разницы в этом нет, так как ставки таких дополнительных комиссий в пересчете на год примерно соответствуют кредитной ставке в процентах годовых на денежном рынке.

Наконец, все основные риски (соответственно, и основной доход) берут на себя непосредственно торговцы на рынке ценных бумаг. Это различные фонды, дилеры и маркетмейкеры, другие институциональные инвесторы, а также частные лица, торгующие на организованном рынке. Все они конкурируют друг с другом и между собой. Цель этих участников — купить ценные бумаги как можно дешевле и продать их как можно дороже. Большое количество крупных, средних и мелких торговцев обеспечивает ликвидность рынка и возможность легко купить бумаги по наиболее справедливой цене.

Профессиональному торговцу необходимо понимать повадки и стиль работы крупных игроков рынка. Это дает ему возможность не проиграть свои деньги и не пострадать от «щепок» там, где крупный игрок «рубит лес». Мы еще вернемся к описанию особенностей торговли крупных игроков в частях VI и VII. Резюмируя все сказанное, можно утверждать, что участники рынка делятся на формирующих инфраструктуру рынка и использующих эту инфраструктуру для торговли:

- первые (биржи, депозитарии, расчетные палаты, брокеры) несут минимальный рыночный риск и ориентируются в своих доходах на комиссионное вознаграждение;

- вторые (фонды, дилеры, маркетмейкеры, спекулянты и инвесторы) несут основной рыночный риск и зарабатывают на движении курсов ценных бумаг.

Если все так, как сказано выше, то каким образом в среднем фондовый рынок приносит доход? Откуда он берется? Ведь очевидно, что все участники рынка первой группы (биржи, депозитарии, расчетные палаты, брокеры) «кормятся» за счет торговцев и спекулянтов из

второй группы, которые выигрывают друг у друга, да еще и приплачивают за это первой группе. Откуда берутся «лишние в среднем» деньги?

Ответ на этот вопрос прост. Во-первых, как было отмечено в первых двух главах, часть денег поступает от корпораций в виде купонов по облигациям и дивидендов по акциям. Корпорации, выпустившие бумаги, участвуют в реальной экономической жизни общества и делятся своим доходом с инвесторами, вложившими деньги в ценные бумаги.

Во-вторых, поскольку экономика непрерывно развивается, постоянно приходят новые инвесторы, которые желают стать владельцами ценных бумаг и получить прибыль. Те деньги, которые они приносят на рынок, идут на покупку ценных бумаг. При этом, естественно, растут цены, а старые владельцы, выгодно продав имеющиеся у них бумаги, получают свою долю прибыли.

Разумеется, последнее удастся далеко не всегда и не всем. Очень часто новички, пришедшие на рынок, разоряются в течение первых трех месяцев. Бывает, конечно, что разоряются и крупные профессиональные участники рынка. Но это не опровергает общего правила, состоящего в том, что в среднем, на большом временном горизонте и при большом количестве различных эмитентов, инвестор будете выигрывать. В качестве иллюстрации вышесказанного мы сошлемся на график изменения стоимости 30 крупнейших промышленных корпораций США, входящих в индекс Доу-Джонса, изображенный "а рис. 2.1 (см. с. 42).

*Дальнейшая информация по этой актуальной теме,
является коммерческой информацией и разъясняются в курсе индивидуальных занятий.
Для более подробной информации звоните мне на мой телефон: 8-903-227-8399
С Уважением, Анатолий!*