* 1. Институциональная структура рынка ценных бумаг

Рынок ценных бумаг, как и любой другой рынок, представляет собой сложную организационно-правовую систему со специфическим това­ром — ценными бумагами, характеристику которого мы дали выше, и определенными технологиями проведения операций. Следователь­но, для наиболее полной характеристики рынка ценных бумаг необхо­димо рассмотреть его институциональную структуру, отражающую со­став его участников и взаимосвязи между ними.

Участники или субъекты рынка ценных бумаг — это физические и юридические лица, которые продают и покупают ценные бумаги, соз­дают условия для их оборота или осуществляют расчеты по сделкам, обеспечивают заключение и исполнение сделок с ценными бумагами, и, таким образом, вступают в определенные экономические отношения по поводу выпуска и обращения ценных бумаг.

Институциональную структуру рынка ценных бумаг можно пред­ставить следующими группами участников (рис. 4.5):

* эмитенты (потребителя капитала), т. е. лица, заинтересованные в привлечении денежных средств путем выпуска (эмиссии) цен­ных бумаг;
* инвесторы (поставщики капитала), т. е. лица, приобретающие цен­ные бумаги с определенной целью;
* инфраструктура рынка ценных бумаг, т. е. специализированные ин­ституты, обеспечивающие взаимодействие эмитентов и инвесторов на рынке ценных бумаг;
* система регулирования и контроля этого рынка.



**Рис. 4.5.** Институциональная структура рынка ценных бумаг

*Эмитенты* — это экономические субъекты, заинтересованные в до­полнительных денежных средствах для развития производства, строи­тельства, торговли, реализации инвестиционных проектов, программ, требующих определенных денежных затрат, и привлекающие для этих целей инвестиции путем эмиссии ценных бумаг. Целью деятельности эмитентов на рынке ценных бумаг является получение дополнитель­ных денежных ресурсов и капитала.

*Инвесторы* — это экономические субъекты, имеющие временно сво­бодные денежные средства и вкладывающие их в покупку ценных бу­маг. Цели деятельности инвесторов на рынке ценных бумаг могут быть различны: во-первых, это получение дохода от вложенного в ценные бу­маги капитала; во-вторых, сохранение этого капитала от обесценения; в-третьих, обеспечение контроля над бизнесом; в-четвертых, страхова­ние рисков и т. д.

Эмитенты и инвесторы являются главными участниками рынка цен­ных бумаг, но их взаимодействие осуществляется при помощи специ­ально организованной среды — *инфраструктуры рынка*, состоящей из институтов, обеспечивающих контакты эмитентов и инвесторов. Ин­фраструктура включает в себя институты, занимающиеся организаци­ей торговли ценными бумагами, выполняющие расчетно-клиринговую функцию, представляющие информационную, депозитарно-расчетную сеть и пр.

Таким образом, инфраструктура рынка ценных бумаг является свя­зующим звеном между эмитентами и инвесторами, обеспечивая акку­муляцию денежных средств инвесторов и направляя денежные потоки на приобретение ценных бумаг эмитентов.

В основном инфраструктура рынка ценных бумаг состоит из спе­циализированных институтов, выполняющих на этом рынке профес­сиональную деятельность. Поэтому их называют профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Главными задачами инфраструкту­ры являются:

* управление рисками на рынке ценных бумаг;
* снижение удельной стоимости проведения операций с ценными бу­магами.

Управление рисками заключается в том, что часть рисков перекла­дывается с главных участников на инфраструктуру.

Снижение удельной стоимости операций достигается за счет:

* стандартизации операций и документов, используемых при прове­дении операций с ценными бумагами;
* концентрации операций в специализированных структурах;
* разработки и применения новых технологий.

Поскольку рынок ценных бумаг — один из самых рисковых финан­совых рынков, и события, происходящие на нем, оказывают глубокое влияние на всю экономику, функционирование этого рынка нуждает­ся в жестком контроле и регулировании со стороны как государства, так и саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Следовательно, четвертой группой участников рынка ценных бумаг являются *органы регулирования и контроля*, целью существования ко­торых является создание условий для благоприятного развития рынка. Эти цели можно определить как:

* создание необходимой законодательной и нормативной базы для успешного функционирования рынка;
* отбор профессиональных участников рынка;
* контроль за соблюдением всеми участниками установленных норм и правил;
* а также введение системы санкций за их нарушение.

Рассмотрим подробнее каждого из участников рынка ценных бумаг.

Основными участниками рынка ценных бумаг, определяющими спрос и предложение, из которых складывается всякий рынок, явля­ются эмитенты и инвесторы.

*Эмитент* — это лицо, которое от своего имени выпускает ценные бу­маги и несет по ним обязательства по осуществлению прав, закреплен­ных ценными бумагами, перед их владельцами.

Эмитент поставляет на рынок ценных бумаг товар — ценную бума­гу, качество которой определяется статусом эмитента, результатами его финансово-хозяйственной деятельности. Предлагая рынку свои цен­ные бумаги, эмитент использует возможности фондового рынка и ре­шает следующие задачи:

* привлекает денежные средства и капиталы;
* оптимизирует товарно-финансовые потоки;
* осуществляет контроль за зависимыми и дочерними предприяти­ями;
* создает собственный имидж (положительный или отрицательный) как субъект рыночной экономики и др.

Эмитент постоянно присутствует на рынке, так как несет опреде­ленные имущественные обязательства перед покупателями (инвестора­ми) по осуществлению удостоверенных ценными бумагами прав. Кроме того, эмитент сам оперирует своими ценными бумагами, осуществляя их выкуп или продажу.

Эмитентами ценных бумаг могут быть:

* государственные и муниципальные органы исполнительной вла­сти;
* юридические лица, созданные как коммерческие организации (в лю­бой организационно-правовой форме: хозяйственные товарищества; хозяйственные общества — акционерные общества, общества с огра­ниченной и дополнительной ответственностью; производственные кооперативы; государственные и муниципальные унитарные пред­приятия), так и некоммерческие организации (потребительские ко­оперативы, учреждения, ассоциации и союзы и др.).

Что касается физических лиц, то обычно их не выделяют в отдель­ную группу эмитентов, поскольку они могут выпускать лишь отдель­ные виды ценных бумаг — векселя и закладные, и объем рынка ценных бумаг, выпускаемых ими, крайне незначителен и не оказывает какого- либо влияния на состояние и динамику всего рынка ценных бумаг.

Представленные эмитенты ценных бумаг даны по их статусу. Так­же делят эмитентов исходя из направлений их профессиональной де­ятельности:

* эмитенты реального сектора экономики;
* финансовые организации.

К первой группе эмитентов относятся промышленные, сельскохозяй­ственные, транспортные, торговые организации, организации отрасли

связи и информации. Вторую группу эмитентов составляют кредитные организации, прежде всего коммерческие банки, страховые организа­ции, пенсионные фонды, инвестиционные фонды, профессиональные участники рынка ценных бумаг. Отличительной чертой эмитентов вто­рой группы является то, что выпускают они ценные бумаги не только для формирования и увеличения уставного капитала, но и для привле­чения средств с целью вложения в финансовые активы, и поэтому эми­тенты этой группы являются еще и крупнейшими инвесторами на рын­ке ценных бумаг.

Среди эмитентов на фондовом рынке постоянно идет борьба за сво­бодные капиталы. Качество ценных бумаг эмитентов оценивает рынок, и чем надежнее эмитент, тем привлекательнее его бумаги, тем легче и де­шевле их можно разместить на рынке. В совокупности эмитенты цен­ных бумаг формируют предложение финансовых инструментов (това­ра) на рынке ценных бумаг.

В России, по данным за 2010 г., зарегистрировано примерно 530 тыс. акционерных обществ, из них 73,5 тыс. составляют ОАО. Но только ак­ции немногим более 300 АО присутствуют на рынке1. Сегодня процесс конструирования новых выпусков ценных бумаг становится не только наукой, но и искусством. К подготовке товара (ценной бумаги), пользу­ющегося спросом, целесообразно привлекать сторонних специалистов — инвестиционных консультантов, а если эмитентом является крупная компания, то в ее структуре возможно наличие собственных специали­стов, которые, как правило, используют различные новации для того, чтобы сделать ценные бумаги привлекательными для инвестора.

Существуют общие правила, применяя которые можно без видимых проблем разместить ценные бумаги на рынке:

* эмиссия ценных бумаг должна быть адресной, т. е. ориентированной на определенного инвестора (физических лиц, институционально­го инвестора, банк и т. д.);
* необходимо правильно выбрать время выпуска ценной бумаги пу­тем изучения и оценки конъюнктуры рынка;
* важно отразить все преимущества предстоящего выпуска, которые имеет эмитент и его инвестиционная программа;
* чем ниже статус эмитента, тем больше прав и гарантий для инвесто­ра должен содержать выпуск ценной бумаги (например, право кон­версии в другие ценные бумаги, право досрочного погашения и т. д.).

На первичном фондовом рынке в развитых странах ведущая роль принадлежит инвестиционным банкам, участвующим как в размеще­нии акций путем публичной эмиссии, так и в частном (или прямом) размещении. *Публичная эмиссия* — это открытое предложение ценных бумаг широкому кругу инвесторов при обязательной публикации про­спекта эмиссии. *Частное размещение* предполагает предложение цен­ных бумаг ограниченному числу так называемых квалифицированных покупателей, в состав которых входят различные финансовые инсти­туты и другие стратегические инвесторы.

Участвуя в открытом размещении, инвестиционный банк являет­ся *андеррайтером* выпуска, несущим в определенном объеме ответ­ственность за распространение эмиссии. При *твердом андеррайтинге* банк покупает у эмитента весь выпуск по установленной цене и затем перепродает ценные бумаги инвесторам по более высокой цене, при­нимая на себя весь риск в случае неудачного размещения. *Андеррай­тинг на лучших условиях* означает, что банк содействует размещению, но не гарантирует выпуск и не имеет обязательств по полному разме­щению эмиссии.

При частном размещении задачей инвестиционного банка становит­ся поиск покупателя и заключение с ним сделки по поручению клиента. К преимуществам частного размещения относится экономия времени на подготовке проспекта эмиссии и ожидании регистрации, экономия затрат на гарантирование размещения, более свободные условия дого­вора между эмитентом и инвестором. В целом участие специализиро­ванного инвестиционного посредника при любом способе размещения ведет к существенной экономии для эмитента, что делает размещаемые инструменты более доступными для потенциального покупателя.

Наряду с эмитентами к основным участникам рынка ценных бумаг относятся инвесторы. *Инвестор* (или владелец ценных бумаг) — это лицо, приобретающее ценные бумаги на праве собственности или ином вещном праве. Владелец ценных бумаг может быть как собственником ценных бумаг (если он приобретает их на праве собственности), так и их обладателем по договору займа, или по договору доверительного управ­ления ценными бумагами, или по депозитарному договору на оказание услуг по хранению и (или) учету прав на ценные бумаги и т. д. (если он приобретает ценные бумаги на ином вещном праве).

В качестве инвесторов на российском рынке ценных бумаг высту­пают практически все категории субъектов рынка (рис. 4.6) от физи­ческих лиц до государства, т. е. инвесторами могут быть как частные лица (граждане), так и юридические, как резиденты, так и нерезиден­ты. Частных лиц называют индивидуальными инвесторами, а юриди­ческих лиц — институциональными[[1]](#footnote-1) [[2]](#footnote-2).

К индивидуальным инвесторам в России относят физических (част­ных) лиц, имеющих свободные денежные средства и вкладывающих их в различные виды ценных бумаг и финансовые инструменты.

Институциональными инвесторами считаются юридические лица, не имеющие лицензии на право осуществления профессиональной де­ятельности на рынке ценных бумаг, но приобретающие ценные бумаги от своего имени и за свой счет. Такими инвесторами в Российской Фе­дерации являются: государство, предприятия и организации различных областей деятельности, различных форм собственности, а также специ­ализированные институты. К институциональным инвесторам следует относить специализированные финансовые институты, которые явля­ются финансовыми посредниками различных типов (см. рис. 4.6).



**Рис. 4.6.** Классификация инвесторов2

В развитых странах частные инвесторы составляют основу покупа­тельского спроса на финансовом рынке, им принадлежит большая часть вкладов в кредитно-банковской системе, они владеют значительной до­лей акций и облигаций.

Частный инвестор обычно стремится вкладывать в привычные, хо­рошо знакомые ему ценные бумаги своей страны, выпущенные своим правительством, муниципалитетом или отечественными эмитентами. Но в то же время сегодня в портфелях частных вкладчиков в западных странах растет доля иностранных ценных бумаг.

Следует также заметить, что в кризисные времена мелкие инвесто­ры являются важной стабилизирующей силой. Американские частные вкладчики занимают важное место на рынке, владея 40% всех акций, находящихся в обращении. Доля же российских частных инвесторов на рынке очень незначительна (табл. 4.3).

*Таблица 4.3*

**Количество частных инвесторов в отдельных странах**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Страна** | **Население, млн** | **Инвесто­ры в акции, млн** | **Инвесторы/ население, %** | **Инвесторы в ПИФы, млн** |
| Австралия | 20,6 | 6,4 | 31,1 | н/д |
| Великобритания | 60,2 | 13 | 21,6 | н/д |
| Германия | 82,9 | 4,7 | 5,7 | 8,1 |
| США | 296,8 | 33,6 | 11,3 | 45,9 |
| Франция | 62,0 | 6,3 | 10,2 | 4,5 |
| Япония | 127,7 | 35 | 27,4 | н/д |
| Индия | 1104,6 | 6,5 | 0,6 | н/д |
| КНР | 1328 | 142 | 10,7 | н/д |
| Корея | 48,8 | 3,8 | 7,8 | н/д |
| **Россия** | **141** | **0,7** | **0,5** | **0,3** |

*Источник*: McKinsey Global Institute; World Federation of Exchanges, BIS, Bank­scope, IMF. 2011.

Для того чтобы стимулировать рост инвестиций населения в цен­ные бумаги, необходимо принять целый комплекс мер и согласован­ные действия как регулирующих органов, так и всех участников рын­ка ценных бумаг.

Самыми необходимыми предпосылками для этого являются:

* развитие положительных экономических тенденций;
* появление новых надежных финансовых инструментов;
* улучшение информационного обеспечения;
* общее улучшение инфраструктуры рынка;
* появление новых законов, реально защищающих права инвестора;
* повышение ликвидности рынка акций;
* ликвидация финансовой неграмотности населения и т. д.

Инвестор, выходя на фондовый рынок, стремится приобрести товар с высокими инвестиционными качествами, т. е. доходный, надежный и ликвидный. Однако не существует ни одной ценной бумаги, отвечаю­щей перечисленным требованиям одновременно. Важнейшее правило инвестирования заключается в том, что прибыль от вложения в ценные бумаги прямо пропорциональна риску, на который готов идти инвестор. Готовность к риску зависит от целей и характера человека. Например, по­жилые люди заинтересуются бумагами с меньшей степенью риска, гаран­тирующими возврат вложенных средств, хотя и приносящими неболь­шой доход. Цель инвестирования в этом случае — сохранить капитал для наследников. Если семья нуждается в средствах, то они приобретут бо­лее рисковые, но доходные бумаги. Молодые люди, желающие испытать судьбу, выберут наиболее рисковые, но и самые доходные бумаги.

В международной практике принята классификация инвесторов по стратегии поведения на рынке на:

* консервативных;
* умеренно агрессивных;
* агрессивных;
* изощренных (опытных);
* нерациональных.

Цель *консервативных* инвесторов — безопасность вложений. Эти инвесторы выбирают тактику инвестирования в низкорисковые, ма­лодоходные ценные бумаги (государственные ценные бумаги, корпо­ративные ценные бумаги надежных эмитентов). Это частные инвесто­ры старшего поколения.

*Умеренно-агрессивные* инвесторы стремятся не только сохранить вло­женный капитал, но и получить на него доход, пусть даже небольшой. Это «средние» инвесторы.

*Агрессивные* инвесторы не довольствуются процентами с вложен­ных средств, а пытаются прирастить капитал, их целью является полу­чение максимальных доходов.

*Изощренные* или опытные инвесторы стараются обеспечить и при­быль, и увеличение капитала, и повышение ликвидности ценных бумаг. Эта группа инвесторов в соответствии с российским законодательством называется *квалифицированными* инвесторами.

*Нерациональный* инвестор — инвестор, вкладывающий средства в ценные бумаги, не преследуя четко определенных целей.

Особое место на рынке ценных бумаг принадлежит государству, так как оно является не только эмитентом, но и крупнейшим инвестором, преследуя в этом качестве следующие стратегические цели:

* изменение формы собственности;
* стабилизацию рынка;
* получение дохода от вложенных средств в международные рынки;
* диверсификацию своих ресурсов и др.

Специализированные институциональные инвесторы, или инсти­туты контрактных сбережений, имеют излишек денежных средств для инвестиций, так как их деятельность состоит в привлечении, хранении и преумножении денежных средств своих клиентов. Целью их деятель­ности является получение дохода от владения ценными бумагами или от операций с ними.

Среди этой группы можно выделить три типа инвесторов, у которых:

* инвестиционная деятельность совмещается с основной;
* инвестиционная деятельность совмещается с профессиональной на рынке ценных бумаг;
* инвестиционная деятельность является исключительной, не совме­щаемой с другими видами деятельности.

К первому типу инвесторов относятся финансовые посредники де­позитного и контрактно-страхового класса, а именно:

* банки;
* страховые компании;
* пенсионные фонды.

Инвестиционная деятельность банков достаточно рискованна по следующим причинам:

* вкладчики, клиенты банков, рискуют не получить по первому тре­бованию собственные средства, так как деньги могут быть вложены банком в высокодоходные бумаги с невысокой ликвидностью;
* в случае кратковременных, но значительных убытков на рынке цен­ных бумаг банк подвергается риску банкротства вследствие быстро­го оттока клиентов;
* портфели ценных бумаг банков частично формируются из акций не­давно созданных обществ, будущее которых неизвестно.

Несмотря на риски, коммерческие банки рассматривают инвестици­онную деятельность как одну из важнейших. Интерес банков при по­купке акций заключается не в получении дивидендов, а в возможности участия в качестве акционеров в управлении обществом. Присутствует и спекулятивный интерес, так как курс российских акций имеет устой­чивую тенденцию к росту. Целью инвестирования средств в ценные бу­маги у банков является также обеспечение ликвидности банковских опе­раций. Коммерческие банки покупают государственные ценные бумаги, формируя таким образом ликвидный и надежный портфель ценных бу­маг. Считается, что ссудные операции несут в себе значительный риск, поэтому определенная доля ресурсов банка должна находиться в форме ликвидных активов, в частности вложений в надежные ценные бумаги. В случае потребности в дополнительных кредитных ресурсах банк мо­жет получить их путем реализации ценных бумаг из портфеля, а при из­бытке кредитных ресурсов — обратить соответствующую их часть в вы­соколиквидные ценные бумаги.

Для страховых организаций инвестиционная деятельность являет­ся второй по значимости после основной. Значительную долю в их ин­вестиционных портфелях занимают ценные бумаги вследствие их на­дежности и доходности.

Негосударственные пенсионные фонды (НПФ) на западных финан­совых рынках считаются крупнейшими инвестиционными института­ми и управляют средствами, сопоставимыми с активами коммерческих банков. В России они занимают незначительную долю рынка, суммар­ная величина их активов намного ниже, чем у банков, но в перспекти­ве они являются потенциальными конкурентами и могут занять значи­тельное место на рынке ценных бумаг в качестве инвесторов.

К институтам, совмещающим инвестиционную деятельность с про­фессиональной на рынке ценных бумаг, относятся инвестиционные компании и банки[[3]](#footnote-3), если они имеют соответствующую лицензию на профессиональную деятельность. Эти инвесторы осуществляют свою инвестиционную деятельность на фондовом рынке в интересах своих клиентов.

Институтом, занимающимся исключительно финансовыми вложе­ниями с целью получения дохода, выступает инвестиционный фонд. При небольшой активности в качестве инвесторов российских пенси­онных фондов и страховых компаний фонды играют заметную роль в качестве институциональных инвесторов. Опыт развитых стран сви­детельствует о том, что рост инвестиций в ценные бумаги связан со становлением инвестиционных фондов как индустрии коллективно­го инвестирования, обеспечивающего формирование единого круп­ного портфеля ценных бумаг на базе аккумуляции средств многих мелких инвесторов под управлением профессионального участника рынка ценных бумаг.

*Таблица 4.4*

**Общие активы институциональных инвесторов на глобальном рынке**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **1990** | **1995** | **2000** | **2003** | **2007** | **2009** |
| Институциональные инвесто­ры, $ трлн | 13,8 | 23,5 | 39 | 46,8 | 86,7 | 81,5 |
| Страховые компании | 4,9 | 9,1 | 10,1 | 13,5 | 20 | 20 |
| Пенсионные фонды | 3,8 | 6,7 | 13,5 | 15 | 30,4 | 29,5 |
| Инвестиционные фонды | 2,6 | 5,5 | 11,9 | 14 | 26,2 | 23 |
| Хедж-фонды | 0,03 | 0,1 | 0,41 | 0,8 | 2,5 | 1,6 |
| Прочие | 2,4 | 2,2 | 3,1 | 3,4 | 7,6 | 7,4 |
| Институциональные инвесто­ры, % от ВВП | 77,6 | 97,8 | 152,1 | 157,2 | 151 | 136 |
| Страховые компании | 27,8 | 37,8 | 39,4 | 45,4 | 34,8 | 33,4 |
| Пенсионные фонды | 21,2 | 27,8 | 52,6 | 50,4 | 53 | 49,2 |
| Инвестиционные фонды (ком­пании) | 14,8 | 22,7 | 46,3 | 47,2 | 45,6 | 38,4 |
| Хедж-фонды | 0,1 | 0,4 | 1,6 | 2,7 | 4,4 | 2,7 |
| Прочие | 13,6 | 9,1 | 12,3 | 11,5 | 13,2 | 12,4 |

*Источник*: Global Financial Stability Report. IMF, Washington. Р. 67 ([www.imf](http://www.imf). org) EFAMA, AIMA, ICI, IFSL. 2011.

В табл. 4.4 наглядно представлена возрастающая тенденция участия институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг.

Кроме статуса, как характерного признака классификации инвесто­ров, существует множество других критериев их классификации.

Так, в зависимости от целевых установок, инвесторы подразделя­ются на:

* стратегических;
* портфельных.

Стратегические инвесторы ставят целью возможность воздействия на функционирование эмитента, они работают прежде всего с акция­ми, чтобы стать собственниками, владеющими контрольным пакетом акций.

Портфельные инвесторы не осуществляют прямых инвестиций, а формируют инвестиционный портфель, получая доход от курсового роста стоимости ценных бумаг и текущий доход по ценным бумагам.

Важную роль играет разграничение инвесторов в зависимости от того, под юрисдикцией какой страны они находятся:

* резиденты — инвесторы, работающие на фондовом рынке своей стра­ны;
* нерезиденты — являются иностранцами на фондовом рынке дан­ной страны.

Присутствие нерезидентов в качестве инвесторов означает, с одной стороны, привлечение иностранных инвестиций, а с другой — увели­чивает зависимость экономики страны от целей и поведения иностран­ных инвесторов.

Под *инфраструктурой рынка ценных бумаг* обычно понимают сово­купность институтов и технологий, используемых на рынке для заклю­чения и исполнения сделок с финансовыми инструментами.

Таким образом, инфраструктура рынка ценных бумаг (фондового рынка) создает организационную, технологическую и правовую среду для проведения сделок с финансовыми инструментами (ценными бу­магами) и учета их результатов.

Институциональное строение инфраструктуры рынка ценных бумаг выражено в специализированных организациях, которые осуществля­ют профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг (рис. 4.7) и вспомогательных институтов.

Прежде чем рассматривать функции профессиональных участников, следует определить роль вспомогательных институтов. Так, информаци­онная система предполагает включение в нее информационных и рей-



**Рис. 4.7.** Состав инфраструктуры рынка ценных бумаг

тинговых агенств, кредитных бюро и других подобных институтов. Это определено спецификой механизма ценообразования на фондовом рын­ке, который напрямую зависит от полноты и качества информации на торгуемые объекты.

Система юридического сопровождения и оценки предполагает ис­пользование услуг юридических и оценочных фирм, которые способ­ствуют правовому оформлению и независимой рыночной оценке фи­нансовых инструментов.

Российским законодательством профессиональные участники фон­дового рынка определены как «юридические лица, в том числе кредитные организации, которые осуществляют профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг». Содержание всех видов профессиональной деятельности определено Федеральным законом «О рынке ценных бумаг»[[4]](#footnote-4).

Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг представ­лена следующими видами:

* брокерская деятельность;
* дилерская деятельность;
* деятельность по доверительному управлению ценными бумагами;
* клиринговая деятельность;
* депозитарная деятельность;
* деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг;
* деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг.

Указанные виды профессиональной деятельности на фондовом рын­ке подразделяются на (рис. 4.8):

* фондовое посредничество;
* организационно-техническое обслуживание операций с ценными бумагами.

В *систему фондового посредничества* входят профессионалы рынка ценных бумаг, которые сводят вместе покупателей и продавцов ценных бумаг. К ним относятся брокеры, дилеры и доверительные управляю­щие. Часто при наличии лицензий все или нескольких видов профессио­нальной деятельности, которые относятся к фондовому посредничеству, выполняются одной инвестиционной компанией или подразделением коммерческого банка.

Другое направление деятельности профессионалов связано с *органи­зационно-техническим обслуживанием рынка ценных бумаг*, которое, в свою очередь, подразделяется на обеспечение процесса заключения сделок и процесса исполнения сделок. Обеспечением заключения сде­лок занимаются организации, осуществляющие деятельность по ор­ганизации торговли на рынке ценных бумаг. Исполнение сделок обе­спечивается работой учетной и расчетной систем инфраструктуры, которые занимаются определением взаимных обязательств субъек­тов фондового рынка (клиринг), расчетов по сделкам с ценными бу­магами, депозитарными услугами, а также ведением реестров владель­цев ценных бумаг. Таким образом, обеспечение процесса заключения сделок происходит в торговых системах рынка, которые могут быть биржевыми и внебиржевыми, а процесс исполнения сделок с ценны­ми бумагами обслуживается двумя подсистемами инфраструктуры: учетной и расчетной.

Учетную систему составляют специализированные институты, ко­торые производят учет прав и фиксацию перехода прав на ценные бу­маги, это депозитарии и регистраторы. В расчетную систему рынка ценных бумаг включены как специализированные клиринговые орга­низации фондового рынка, так и кредитные и банковские институты, основной функцией которых является осуществление денежных рас­четов по сделкам.



**Рис. 4.8.** Состав профессиональных участников рынка ценных бумаг

Для того чтобы понять предназначение инфраструктурных эле­ментов (институтов) рынка ценных бумаг, необходимо определить специфику каждого направления профессиональной деятельности на рынке.

Фондовое посредничество включает брокерскую, дилерскую дея­тельность, деятельность по управлению ценными бумагами и инвести­ционное консультирование.

*Брокерской деятельностью* признается деятельность по соверше­нию гражданско-правовых сделок с ценными бумагами от имени и за счет клиента (в том числе эмитента эмиссионных ценных бумаг при их размещении) или от своего имени и за счет клиента на основании воз­мездных договоров с клиентом. Таким образом, это деятельность, свя­занная с совершением гражданско-правовых сделок с ценными бума­гами в качестве поверенного или комиссионера.

Брокером может быть только лицо, осуществляющее профессио­нальную деятельность на рынке ценных бумаг. В сферу его деятельно­сти входит оказание услуг по консалтингу, размещению ценных бумаг на первичном и вторичном рынках, созданию и управлению инвестици­онными фондами и т. п. Кроме того, полное брокерское обслуживание включает также консультации клиентов, предоставление им информа­ции о ценных бумагах, эмитентах, конъюнктуре рынка. Брокер рабо­тает с клиентом по договору поручения (приобретение ценных бумаг) или комиссии (продажи бумаг).

Осуществляя сделки с ценными бумагами по поручению клиен­та, брокер получает комиссионные проценты от суммы сделки. Роль брокеров на рынке ценных бумаг достаточно высока, так как по свое­му положению на рынке, уровню квалификации сотрудников и досту­пу к информации именно они призваны помочь инвесторам в разме­щении денежных средств на финансовом рынке. Брокеру необходимо четко понимать цели своего клиента, вместе с клиентом определять ри­ски, на которые готов пойти инвестор, хорошо знать доходность различ­ных видов операций с финансовыми инструментами и использовать эти знания в интересах клиента, правильно сочетать потребности клиента и допустимый риск и т. д.

*Дилерской деятельностью* признается совершение сделок купли- продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и продажи определенных ценных бумаг с обя­зательством покупки и продажи этих бумаг по объявленным ценам ли­цом, осуществляющим эту деятельность. Обычно дилерской деятель­ностью на рынке ценных бумаг занимаются крупные инвестиционные компании, имеющие в своем активе значительные денежные средства. Дилеры получают доход от разницы продажи и покупки определенного вида ценных бумаг, выполняют ценообразующую функцию и поддер­живают ликвидность рынка, что является необходимым для стимули­рования роста его капитализации.

Дилерская деятельность может совмещаться с брокерской, депози­тарной и деятельностью по управлению ценными бумагами и соверше­нием на рынке ценных бумаг фьючерсных, опционных и иных срочных сделок. Однако при сочетании этих видов деятельности профессио­нальный участник обязан выполнять сделки прежде всего в интере­сах клиента.

Следующим видом профессиональной деятельности на рынке цен­ных бумаг, которая составляет фондовое посредничество, является *дея­тельность по управлению ценными бумагами —* осуществление управля­ющим от своего имени и за вознаграждение доверительного управления не принадлежащими ему:

* ценными бумагами;
* денежными средствами, предназначенными для инвестирования в ценные бумаги;
* денежными средствами и ценными бумагами, получаемыми в про­цессе управления ценными бумагами.

Необходимо отметить, что управляющий при осуществлении своей деятельности обязан указывать на то, что он действует в качестве дове­рительного управляющего.

В функции фондовых посредников может входить и финансовое консультирование, причем проведение таких консультаций не требует специального разрешения (лицензии).

*Организационно-техническая деятельность* направлена на обслу­живание участников рынка ценных бумаг и совершаемых операций с ценными бумагами. Эта деятельность придает рынку ценных бумаг цивилизованный, организованный характер и составляет основу ин­фраструктуры рынка ценных бумаг.

Как уже было сказано ранее, к специфическим функциям органи­зационно-технической деятельности относят, во-первых, организацию торговли ценных бумаг и, во-вторых, учетно-расчетную деятельность.

*Деятельность по организации торговли* — вид профессиональной дея­тельности, под которой признается предоставление услуг, непосредствен­но способствующих заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами между участниками рынка. Организаторов торговли следует делить на биржевые и внебиржевые торговые площадки, которые в сово­купности составляют торговую систему фондового рынка.

Классическим организатором рынка ценных бумаг является фон­довая биржа. Она считается механизмом, гарантирующим самую вы­сокую ликвидность фондового рынка. Особенности организации и де­ятельности биржи определяют ее функции. Биржа:

* предоставляет место для заключения сделок с ценными бумагами;
* разрабатывает правила торгов и требования к ценным бумагам (ли­стинг);
* обеспечивает выявление биржевой цены ценных бумаг;
* обеспечивает гласность и открытость торгов;
* дает гарантии исполнения сделок, проводимых на бирже;
* обеспечивает арбитраж в спорных вопросах.

Фондовые биржи могут совмещать свою организаторскую деятель­ность с клиринговой деятельностью.

Кроме бирж, организаторами торговли на фондовом рынке могут быть также саморегулируемые организации, которые являются добро­вольными объединениями профессиональных участников рынка цен­ных бумаг. Их главной целью является содействие цивилизованному развитию рынка.

*Целью расчетно-учетной деятельности* является определение вза­имных обязательств контрагентов сделок, обеспечение выполнения этих обязательств и фиксация прав собственности на ценные бумаги, являю­щихся предметом сделки. Эту цель выполняют: расчетно-клиринговые организации, депозитарии и реестродержатели (регистраторы).

В расчетную систему инфраструктуры рынка ценных бумаг входят клиринговые и расчетные организации, которые непосредственно обе­спечивают исполнение сделок с ценными бумагами (см. рис. 4.8).

*Клиринговая деятельность* — деятельность по определению взаим­ных обязательств субъектов фондового рынка, а именно: сбор, сверка, корректировка информации по сделкам с ценными бумагами, подго­товка бухгалтерских документов по ним, их зачет по поставкам цен­ных бумаг и расчетам.

Клиринговые палаты организуются и как самостоятельные органи­зации, и как структурные подразделения бирж. Повышение надежно­сти клиринговой системы возможно при организации расчетной палаты как самостоятельного юридического лица, обслуживающего несколько бирж. Вторая форма организации клиринговых центров ограничивает их деятельность одной биржей и не побуждает к стандартизации пра­вил осуществления клиринговой деятельности.

Расчетная палата выполняет две основные функции. Первая — про­ведение собственно расчетов по завершению биржевых торгов и реги­страции зафиксированных сделок. Таким образом палата становится посредником между участниками сделок, выступая в роли продавца для каждого покупателя и покупателя для каждого продавца. Вторая важная функция расчетной палаты — управление рисками, так как она несет ответственность за невыполнение обязательств одной из сторон сделки.

Для управления рисками при расчетной палате создаются специ­альные гарантийные фонды, формируемые из вступительных взно­сов участников сделки. Минимальный размер специальных фондов расчетно-клиринговых организаций устанавливается ФСФР по согла­сованию с Центральным банком Российской Федерации.

На практике эти организации могут иметь такие названия, как Рас­четная палата, Клиринговая палата, Клиринговый центр, Расчетный центр. В самом общем плане расчетно-клиринговая организация — это специализированная организация банковского типа, которая осущест­вляет расчетное обслуживание участников организованного рынка цен­ных бумаг. Ее главными целями являются:

* максимальное снижение издержек по расчетному обслуживанию участников рынка;
* сокращение времени расчетов;
* снижение до минимального уровня всех видов рисков, которые име­ют место при расчетах.

Расчетно-клиринговая организация обычно существует в тех же юри­дических формах, что и коммерческие банки, но чаще — в форме акци­онерного общества закрытого типа; она должна иметь лицензию Цен­трального банка страны на право обслуживания всех видов расчетных операций на соответствующем рынке ценных бумаг.

Расчетно-клиринговая организация — это коммерческая организа­ция, которая должна работать с прибылью. Ее уставный капитал обра­зуется за счет взносов ее членов. Основные источники доходов скла­дываются из:

* платы за регистрацию сделок;
* доходов от продажи информации;
* доходов от обращения денежных средств, находящихся в распоря­жении организации;
* поступлений от продажи своих технологий расчетов, программно­го обеспечения;
* других доходов.

Следующей подсистемой инфраструктуры рынка ценных бумаг яв­ляется *учетная система*, которая включает в себя специальные инсти­туты, занимающиеся учетом прав и перехода прав на ценные бумаги, а именно депозитарии и регистраторы (см. рис. 4.8).

*Депозитарная деятельность* как подвид профессиональной деятель­ности на рынке ценных бумаг — это оказание услуг по хранению серти­фикатов ценных бумаг и (или) учету и переходу прав на ценные бума­ги. Депозитарные и клиринговые центры часто создаются как единые депозитарно-клиринговые системы на базе телекоммуникационных банковских и небанковских сетей. Примером российского депозитарно­клирингового центра служит ДКЦ ММВБ.

С целью защиты финансовых интересов инвесторов перед торгами ценные бумаги блокируются на счетах «депо» продавца, если бумаги депонированы в депозитарии, или по ним вносится гарантийное обе­спечение (денежные средства). Гарантийный взнос обязателен и для покупателя.

*Деятельностью по ведению реестров владельцев ценных бумаг* в соот­ветствии с российским законодательством признаются: сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг. Осуществление деятельно­сти по ведению реестров не допускает ее совмещения с другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Функции ре­гистратора может выполнять или само акционерное общество-эмитент, или профессиональный участник рынка ценных бумаг на основании по­ручения эмитента. В случае если число владельцев акций превышает 50 человек, а облигаций свыше 500, держателем реестра должна быть не­зависимая специализированная организация, являющаяся профессио­нальным участником рынка ценных бумаг и осуществляющая деятель­ность по ведению реестра. Регистратор имеет право делегировать часть своих функций по сбору информации, входящей в систему ведения рее­стра, другим регистраторам. Однако это передоверие функций не осво­бождает регистратора от ответственности перед эмитентом.

Таким образом, основная обязанность регистратора — своевремен­ное предоставление реестра ценных бумаг эмитенту. Другая обязанность регистратора, тесно связанная с основной, состоит в ведении лицевых счетов владельцев ценных бумаг и номинальных держателей счетов, ко­торые при бездокументарном выпуске удостоверяют право собственно­сти на ценные бумаги. В деятельности регистратора, как правило, совме­щаются две основные обязанности — составлять реестры для эмитента и учитывать права собственности инвесторов на ценные бумаги.

Вся профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг под­лежит лицензированию, т. е. получению разрешения в Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР)[[5]](#footnote-5). На конец 2011 г. на россий-

ском рынке ценных бумаг действовали профессиональные участники, представленные в табл. 4.5.

*Таблица 4.5*

**Количество действующих лицензий на различные виды профессиональной деятельности на российском фондовом рынке1**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Вид деятельности** | **2003** | **2005** | **2006** | **2007** | **2008** | **2009** | **2010** | **2011** |
| Брокерская | 253 | 1392 | 1417 | 1418 | 1475 | 1346 | 1217 | 1084 |
| Дилерская | 125 | 1420 | 1414 | 1405 | 1470 | 1346 | 1201 | 1085 |
| Управляющие | 135 | 1024 | 1093 | 1154 | 1286 | 1202 | 1106 | 980 |
| Клиринговые организации |  | 9 | 9 | 10 | 13 | 13 | 13 | 11 |
| Депозитарии | 737 | 757 | 748 | 781 | 789 | 761 | 724 | 672 |
| Регистраторы | 79 | 82 | 74 | 65 | 59 | 50 | 48 | 40 |
| Организаторы торговли | 5 | 5 | 3 | 4 | 4 | 4 | 4 | 3 |
| Фондовые биржи | 6 | 7 | 6 | 5 | 5 | 5 | 4 | 4 |

Как видно из табл. 4.5, в настоящее время правила лицензирования фондовых посредников ужесточены, т. е. повышен норматив достаточ­ности капитала и пр., что привело к значительному их сокращению.

1. Некоторые зарубежные экономисты подразделяют всех инвесторов на инсти­туциональных и индивидуальных. По их мнению, «институциональные инве­сторы — это специалисты, которым платят за то, что они управляют чужими деньгами. Их нанимают финансовые учреждения, например банки, страховые компании, пенсионные фонды и в отдельных случаях — частные лица. Инди­видуальные инвесторы — это инвесторы, которые распоряжаются собственны­ми средствами. Индивидуальный инвестор чаще всего заинтересован только в том, чтобы свободные деньги принесли ему прибыль». (См.: *Гитман Лоренс Дж., Джонк Майкл Д*. Основы инвестирования / Пер. с англ. М.: Дело, 1997). [↑](#footnote-ref-1)
2. В основе классификации инвесторов лежит статус субъекта — физическое лицо или институт (организация). [↑](#footnote-ref-2)
3. Коммерческие банки попали в первую и вторую группу классификации спе­циализированных институциональных инвесторов в силу своего особого ста­туса на рынке ценных бумаг, функционирующего по смешанной модели фон­дового рынка в РФ. [↑](#footnote-ref-3)
4. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ. Ст. 2. [↑](#footnote-ref-4)
5. Более подробно см. следующий раздел настоящей главы. [↑](#footnote-ref-5)