

**МИНИСТЕРСТВО ВЫСШЕГО И СРЕДНЕГО СПЕЦИАЛЬНОГО  
ОБРАЗОВАНИЯ РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН**

**НАВОЙСКИЙ ГОРНОМЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЙ КОМБИНАТ**

**НАВОЙСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ГОРНЫЙ ИНСТИТУТ**

**ХИМИКО-МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЙ ФАКУЛЬТЕТ**

**КАФЕДРА: «Экономика и менеджмент»**

**Кабулов С.К.**

# **РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ**

**УЧЕБНОЕ ПОСОБИЕ**



**Навои - 2006 г.**

**УДК 336 (575.1)**

**ББК 65.050.9 (5У) 1я73**

Кабулов С.К. Рынок ценных бумаг: Учебное пособие. –Навои: НГГИ, 2006. -182с.

Учебное пособие предназначено для студентов, занимающихся изучением экономических знаний в области рынка ценных бумаг, является помощником для студентов экономических направлений бакалавриата высших учебных заведений.

В данном учебном пособии рассматриваются понятие, определения и классификация ценных бумаг, разновидности фондовых рынков, акционерные общества, инвестиционные институты, банки, фондовые биржи, государственное регулирование и конъюнктура рынка ценных бумаг.

*Библиография: 41 наименований.*

*Иллюстрация – 6, таблица – 1.*

Рекомендовано на заседании Ученого совета Навоийского государственного горного института от 29 марта 2006 года (Протокол № 6).

Рассмотрено и утверждено Координационным советом Минвуза Республики Узбекистан.

**Рецензенты: д.э.н., проф. Зайнутдинов Ш.Н. (ТГЭУ),**

**к.э.н., доц. Рахматов Б.Б. (НГГИ)**

## ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>ВВЕДЕНИЕ.....</b>	<b>5</b>
<b>Глава 1. Ценные бумаги и их характеристики.....</b>	<b>7</b>
1.1. Общие понятия ценных бумаг.....	7
1.2. Акции.....	14
1.3. Облигации.....	18
1.4. Казначейские обязательства и депозитные сертификаты.....	24
1.5. Векселя.....	27
<b>Глава 2. Рынок ценных бумаг.....</b>	<b>32</b>
2.1. Обращение и размещение ценных бумаг.....	32
2.2. Сделки и расчеты на рынке ценных бумаг.....	35
2.3. Понятия производственных ценных бумаг.....	38
2.4. Понятие рынка ценных бумаг.....	48
2.5. Разновидности рынков ценных бумаг.....	57
2.6. Участники рынка ценных бумаг.....	61
<b>Глава 3. Разновидности ценных бумаг.....</b>	<b>73</b>
3.1. Дивиденды. Порядок и определения, начисления и выплаты.....	73
3.2. Прогнозирование курса акций.....	76
3.3. Основы финансового анализа эмитентов.....	77
3.4. Характеристика ценных бумаг и их значение.....	88
<b>Глава 4. Рейтинг ценных бумаг.....</b>	<b>90</b>
4.1. Основные этапы осуществления сделок купли-продажи ценных бумаг...93	
4.2. Риски при осуществлении сделок купли-продажи ценных бумаг.....	101
4.3. Биржа.....	107
<b>Глава 5. Модель приватизационного процесса в Республике Узбекистан.....</b>	<b>126</b>
5.1. Особенности современного состояния фондового рынка и перспективы	

его развития.....	132
5.2. Центр координации рынка ценных бумаг.....	136
5.3. Понятие брокерского места. Официальные дилеры (маркет-мейкеры)....	146
<b>Глава 6. Банки на рынке ценных бумаг.....</b>	<b>149</b>
6.1. Роль коммерческих банков на рынке ценных бумаг.....	154
6.2. Банки как эмитенты ценных бумаг.....	156
6.3. Коммерческие банки как инвесторы на рынке ценных бумаг.....	161
6.4. Вексельные операции коммерческих банков.....	164
<b>Глава 7. Аудит и рынок ценных бумаг.....</b>	<b>166</b>
7.1. Возникновение в Республике Узбекистан аудита.....	171
7.2. Значение аудита.....	172
<b>Словарь используемых терминов.....</b>	<b>175</b>
<b>ЛИТЕРАТУРА.....</b>	<b>188</b>

## ВВЕДЕНИЕ.

Коренные изменения в социально—политической жизни республики, переход от административно—командной системы управления к рынку обусловили значительные изменения в жизни отдельного человека, поставили вопрос о свободе личности, предпринимательстве, творчестве.

Демократия в республике базируется на общечеловеческих принципах, согласно которым высшей ценностью является человек, его жизнь, свобода, честь и достоинство, и другие неотъемлемые права. Чтобы завершить успешно эти изменения в обществе, в экономике нужно изменить социальную ориентацию людей, дать им возможность овладеть новыми знаниями. Важной частью этих знаний, в нынешнее время является знание Рынка Ценных Бумаг. Цель рынка — создание социально ориентированной экономики, эффективных управленческих структур, поворот производства к запросам потребителей обеспечение экономической свободы граждан, условий для поощрения трудолюбия, творчества и инициативы высокой производительности.

Рыночный механизм, с одной стороны дает возможность рационально использовать трудовые, материальные и финансовые ресурсы. А с другой — требует гибкости производства, восприимчивости к достижениям научно-технического прогресса. Рынок на всех этапах развития общества решает такие вопросы: что производить, как производить и для кого производить. Благодаря проводимой Президентом и правительством Узбекистана курса рыночных реформ, направленных на разгосударствление, приватизацию, поддержку частного бизнеса, привлечение иностранного капитала, а главное существующей политической стабильности в республике, сделаны серьезные шаги к созданию цивилизованного рынка ценных бумаг.

Одной из основных предпосылок для его формирования явилась начавшаяся в стране широкомасштабная приватизация. Закон “О разгосударствлении и приватизации” был принят в 1991 году. В течение нескольких лет государственные предприятия преобразовывались, в организации различных форм собственности, в большей степени, в акционерные общества закрытого типа, что не способствовало развитию фондового рынка. В 1994 году с выходом январского Указа Президента Узбекистана И. Каримова “О приоритетных направлениях дальнейшего развития процесса разгосударствления и приватизации в Республике Узбекистан” фондовый рынок получает новый мощный импульс развития. В качестве генерального направления разгосударствления предусматривается преобразование государственных предприятий в акционерные общества открытого типа, часть акций которых должна в обязательном порядке выставляться на свободную продажу. Новый этап реформ открыл широкий доступ к акциям приватизируемых предприятий всем, желающим купить их.

Сотни тысяч наших граждан стали акционерами, получают дивиденды голосуют на общих собраниях компаний и имеют возможность делать выводы о пользе владения ценными бумагами или отсутствии таковой. Наряду с рынком акций успешно развивается рынок государственных краткосрочных облигаций. Государственные ценные бумаги для юридических лиц зарекомендовали себя как

наиболее надежный вид инвестиционных активов. Получили определенное развитие рынки депозитных сертификатов, коммерческих и банковских векселей.

Большинство акционерных обществ нашей республики создано на базе государственных предприятий, имеют материальную базу, основной и оборотный капитал. Подавляющее большинство акционерных обществ - это предприятия производственного направления, выпускающие реальную продукцию и оказывающие реальные услуги.

Очень важным является то, что вопросы становления фондового рынка, защиты прав и интересов инвесторов постоянно находятся в зоне пристального внимания Президента и правительства республики. Принятие весной 1996 года двух новых законов - "О механизме функционирования рынка ценных бумаг" и "Об акционерных обществах и защите прав акционеров", имеющих огромное значение для развития рынка ценных бумаг, является лучшим тому подтверждением.

Постепенно набирают обороты биржевой и внебиржевой рынки. Созданы и действуют Электронная система организованных внебиржевых торгов "Элсис-Савдо" и сеть фондовых магазинов, где можно приобрести небольшие пакеты акций за наличный расчет. Важным достижением отечественного фондового рынка можно считать и создание общегосударственной депозитарной системы хранения и учета ценных бумаг, сокращающей общественные и индивидуальные издержки по изготовлению и обращению фондовых ценностей, позволяющей государству осуществлять предварительный и последующий контроль, за соблюдением действующего в Узбекистане законодательства.

# ГЛАВА 1. ЦЕННЫЕ БУМАГИ И ИХ ХАРАКТЕРИСТИКА

## 1.1. ОБЩЕЕ ПОНЯТИЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Согласно Закону Республики Узбекистан «О ценных бумагах и фондовых биржах» от 2 сентября 1993 года *«ценные бумаги - это денежные документы, удостоверяющие имущественные права или отношения займа между выпускавшим их лицом и их владельцем, предусматривающие выплату дохода в виде дивидендов или процентов и возможность передачи прав, вытекающих из этих документов, другим лицам»*. По вышеупомянутому закону к ценным бумагам относятся акции, облигации, казначейские обязательства, депозитные и сберегательные сертификаты, векселя, а также производные ценные бумаги.

В нормативных актах некоторых государств ценные бумаги определяются более коротко – «как денежный документ, удостоверяющий имущественное право или отношение займа владельца документа по отношению к лицу, выпускавшему такой документ».

С «юридической» точки зрения, традиционно ценные бумаги рассматриваются в более широком смысле - как «документы, удостоверяющие с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при их представлении. К ценным бумагам, в этом смысле, относятся: облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, банковская сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция и другие документы, которые законодательством отнесены к числу ценных бумаг».

Таким образом, определение ценных бумаг в различных источниках, в частности в Законе «О ценных бумагах и фондовой бирже» и «Гражданском кодексе», существенным образом отличаются друг от друга.

Возможно рассмотрение ценных бумаг в еще более широком значении. Кроме вышеупомянутых документов, существуют и такие, которые, хотя и не относятся к ценным бумагам, но, по мнению отдельных экономистов, являются ими, так как заключают в себе все основные признаки ценных бумаг, содержащиеся в большинстве современных определений. Речь, конечно, идет о деньгах. Деньги (по крайней мере, современные) являются не потребительским товаром длительного пользования, а разновидностью ценных бумаг.

До середины 90-х годов XX века вопрос о субстанции ценных бумаг не стоял так остро. Это объясняется тем, что не было развитого рынка. Кроме того, ценные бумаги советской политэкономической науки в известном смысле связывались с фиктивным капиталом, отношение к которому до 90-х годов было весьма негативным. Существует и множество других определений ценных бумаг. Так, например, в обиходном употреблении, а также среди специалистов в отношении ценных бумаг наблюдается терминологический сумбур «ценная бумага», «сертификат ценной бумаги», «сертификат на ценную бумагу», «бланк ценной бумаги», «бланк сертификата» и т. п. Традиционно в русскоязычном понятийном экономическом аппарате, под ценной бумагой понимается собственно бумага,

документ который оформляет определенные правоотношения. Почти во всех формулировках экономических законов ценная бумага - это документ. Однако любому, знакомому с мировой практикой специалисту, известно, что в развитых странах все большее количество ценных бумаг выпускается в безналичной форме, которая не требует изготовления собственно бумаг, бланков. Выпуск, учет и движение происходит полностью в виде бухгалтерских записей по счетам специализированных предприятий и банков. В Узбекистане, например, подавляющее количество акций также выпускается в безналичной форме. Получившие широкое распространение, государственные краткосрочные облигации выпускаются исключительно в безбумажной форме. Где же тут бумаги и документы?

Термин «ценные бумаги» закрепился в русском языке в прошлом веке. Он пришел из немецкого словарного лексикона, где существует аналогичный по переводу термин «wertrecht», что в буквальном переводе означает “ценное право”. В английском языке в отличие от русского и немецкого термин «ценные бумаги» (securities) непосредственно бумажной нагрузки не несет. Более того, слово “акция” (share) переводится как “доля”, то есть без бумажного подтекста”.

Во-первых, (в форме обособленных документов) ценные бумаги имеют материальную форму в виде бумажных сертификатов.

Во-вторых, о ценных бумагах, представленных в виде записей по счетам, говорят, что они имеют безналичную форму. В этом случае ценная бумага существует в виде записей на счете бухгалтерского учета и аналитических реестрах к нему. Соответственно, бухгалтерская запись содержит все необходимые реквизиты ценной бумаги (эмитент, сумма, держатель, процент и т.п.). При купле-продаже ценной бумаги, дарении, передаче, погашении и т.п. она перемещается не путем передачи бумажного сертификата (его не существует), а путем совершения бухгалтерских проводок по счетам и записей в реестрах бухгалтерского учета.

В-третьих, долговые и титулы собственности. Долговые ценные бумаги - являются долговыми обязательствами (облигация, нота, вексель и т.п.). Ценные бумаги, являющиеся титулами собственности, удостоверяют право собственности владельца на активы (простые и привилегированные акции, конвертируемые ценные бумаги, варранты, подписные права и т.п.).

В-четвертых, по срокам погашения. По общепринятой практике, краткосрочные ценные бумаги - бумаги со сроком погашения до 1 года, среднесрочные - от 1 до 5 лет, долгосрочные - свыше 5 лет (от 5 до 30 лет). К бессрочным ценным бумагам относятся фондовые инструменты, не имеющие конечного срока погашения - акции, бессрочные облигации, выпускаемые государством (например, консоли).

В-пятых, государственные и негосударственные. Данная классификация основана исходя из того, кто является эмитентом ценных бумаг.

Государственные ценные бумаги обычно охватывают фондовые инструменты, выпущенные или гарантированные правительством от имени государства, его министерствами и ведомствами, муниципальными органами



власти. В международной практике к этой категории ценных бумаг часто относят также бумаги, эмитируемые органами, находящимися в совместной собственности государства и иных структур, либо органами, спонсируемыми или гарантируемыми государством. Среди негосударственных ценных бумаг, можно выделить корпоративные (фондовые инструменты, выпускаемые предприятиями и организациями), иностранных эмитентов и частные ценные бумаги (здесь речь идет о выпуске ценных бумаг физическими лицами; в качестве таких фондовых инструментов могут выступать вексель и чек).

Бумаги также распределяются по степени обращения.

*Обращающиеся ценные бумаги* - могут свободно покупаться-продаваться, в т.ч. на основе совершения передаточной надписи или без таковой, без ограничения - по условиям эмиссии - видов рынков, на которых они могут обращаться.

*Не обращающиеся ценные бумаги* - не могут покупаться-продаваться на различных видах рынков. Например, если эмитент при выпуске ценной бумаги ставит условие, что она не может быть перепродана и может выкупаться обратно только самим эмитентом, то это не обращающаяся ценная бумага.

*Ценные бумаги с ограниченным кругом обращения* - сделки купли-продажи по таким бумагам могут совершаться с ограничениями по видам рынков.

*Именная ценная бумага.* Данная бумага содержит имя держателя, регистрируется в специальном реестре, который ведется эмитентом. Лицо, которому принадлежат права, удостоверенные именной ценной бумагой, должно в ней указываться.

*Ценная бумага на предъявителя.* Не регистрируется у эмитента на имя держателя и передается другому лицу путем вручения.

*Ордерная ценная бумага* - составляется на имя первого держателя с оговоркой "его приказу". Соответственно, ордерная бумага передается другому лицу путем совершения передаточной надписи. Ордерными бумагами могут быть чек, вексель, коносамент.

*Ценные бумаги с фиксированным доходом* - в момент выпуска ценной бумаги жестко фиксируется уровень ее доходности к номиналу; при колебаниях средней процентной ставки на рынке уровень ее доходности не изменяется.

*Ценные бумаги с колеблющимся доходом* - доходность ценной бумаги к номиналу изменяется в соответствии с колебаниями средней процентной ставки на рынке; она может индексироваться, например, по валютному курсу.

*Отзывные ценные бумаги* могут быть отозваны эмитентом досрочно, до наступления срока погашения. Могут отзываться также бессрочные ценные бумаги, если это предусмотрено условиями выпуска (например, привилегированные акции). Инвестор обязан вернуть эмитенту указанные ценные бумаги на условиях обратной продажи, по ценам и т.п., установленным при эмиссии ценных бумаг.

*Безотзывные ценные бумаги* не могут быть отозваны и погашены эмитентом досрочно, что должно быть предусмотрено условиями их эмиссии.

*Безбумажные выпуски* - это генеральная тенденция развития финансового рынка. Зарубежные эксперты выделяют два условных этапа на пути движения к безбумажному рынку ценных бумаг.

1-й - это демобилизация, “обездвижение” (demobilization) - процесс, при котором ценные бумаги, изготовленные в их классической бумажной форме, скапливаются в хранилищах специальных учреждений и банков (депозитариях), а переход права собственности на них регистрируется данным депозитарием в своих бухгалтерских книгах. Клиентам выгодно обслуживаться в депозитариях, так как при этом риск порчи или кражи ценных бумаг (документов) сводится к нулю, ускоряются и упрощаются расчеты, связанные с куплей и продажей ценных бумаг. Иногда целые выпуски ценных бумаг, будучи первоначально отданными на хранение в депозитарий, ни разу не были востребованы клиентами в бумажной форме и уходили “под нож” после погашения даже не распакованными. В целях сокращения накладных расходов по производству, перевозке и хранению бланков многие выпуски перестали печататься в виде множества единичных бланков. Вместо них эмитенты сдавали в депозитарий специальные документы, поручающие этим депозитариям вести учет выпущенных, но не напечатанных ценных бумаг. Такие документы стали называть *глобальными сертификатами* («global certificate»).

Условия выпуска некоторых ценных бумаг предусматривают “оформление” части выпуска в виде простых, традиционных сертификатов (для тех, кто любит подержать в руках хрустящую бумажку), а оставшаяся часть оформляется глобальным сертификатом. В большинстве стран все это допускается законом. Сам процесс выпуска ценных бумаг в виде глобального сертификата стал именоваться дематериализацией (dematerialisation) ценных бумаг. Это и есть 2-й этап движения к безбумажному рынку ценных бумаг.

Но вернемся к термину «ценные бумаги». Некоторые экономисты (по теперь уже понятным причинам) считают, что он устарел, и следовало бы поменять его на термин, более соответствующий содержанию. По их мнению, понятие ценной бумаги как документа, действительно, больше не соответствует широкой тенденции развития финансового рынка. Ценная бумага - не документ. Документ - есть лишь бумага, удостоверяющая что-то, что само по себе жестко не зависит от формы такого удостоверения. Документ - это только форма удостоверения таких прав.

***Ценные бумаги - это имущественные и связанные с ними неимущественные права в области привлечения, перераспределения и обратной выплаты средств, привлекаемых хозяйствующими субъектами в форме заемного или акционерного капитала, удостоверяемые в документарной (бланковой,) форме либо особым способом в виде записей на счетах в специализированных организациях (депозитариях).***

*Имущественные права - права, по которым субъект экономических взаимоотношений может претендовать на собственность, товарно-материальные ценности, денежные средства. Неимущественные права - это,*

*например, право акционера голосовать на общем собрании компании, требовать предоставления информации о деятельности эмитента и т.д.*

Понятие ценных бумаг охватывает два вида объектов с различным правовым режимом.

Ценные бумаги как документы, удостоверяющие имущественные и в некоторых случаях неимущественные права владельцев ценных бумаг. Сами по себе, являясь простым клочком бумаги, такие документы приобретают стоимость в основном за счет стоимости того имущественного права, которое они собой удостоверяют. Поскольку такие ценные бумаги представляют собой предметы материального мира (мира вещей), то при их обращении на них полностью распространяется правовой режим вещей, установленный гражданским законодательством.

Бездокументарные ценные бумаги. Способом удостоверения (подтверждения) таких имущественных прав является запись в специальном реестре, совершенная в соответствии с установленными требованиями к указанию содержания удостоверяемого права и субъекта этого права. При обращении бездокументарных ценных бумаг, как правило, действует правовой режим имущественных прав. Четкого определения этих финансовых инструментов законодательство пока не дает. Отсутствие законодательного определения и толкования бездокументарных ценных бумаг создает определенные трудности в практической деятельности всех участников рынка ценных бумаг.

#### **Эмиссионные ценные бумаги.**

Не все виды ценных бумаг обращаются на рынке ценных бумаг, то есть не все они являются предметом сделок на рынке. Эмиссионными ценными бумагами являются ценные бумаги, выпускаемые эмитентами сериями, с однородной для всех ценных бумаг каждой такой серии реквизитами и на одинаковых условиях обращения и погашения в целях привлечения капитала для создания и развития бизнеса. В странах с развитой рыночной экономикой, как правило, законодательство определяет понятие и виды эмиссионных ценных бумаг.

Финансовые инструменты, так или иначе претендующие на отношение к ценным бумагам, можно подразделить на следующие две большие группы.

*Первая группа.* Ценные бумаги, условия выпуска и обращения которых регулируются Законом Республики Узбекистан “О ценных бумагах и фондовой бирже”. Это акции, облигации, казначейские обязательства, депозитные сертификаты, векселя, производные ценные бумаги. Кроме того, в соответствии с Гражданским Кодексом РУз, к этой группе можно отнести чеки, банковские сберегательные книжки на предъявителя, коносаменты.

*Вторая группа.* Финансовые инструменты, не являющиеся ценными бумагами, но часто ошибочно относимые к таковым: документы, подтверждающие получение банковского кредита, долговые расписки, завещания, страховые полисы, лотерейные билеты. Сюда же относятся финансовые инструменты, условия выпуска и обращения которых регулируются нормативными актами,

утратившими силу, но которые еще имеются на руках у населения, - такие, как акции предприятий и акции трудового коллектива.

Особо следует остановиться на вопросе существования квази ценных бумаг, так называемых суррогатов, которыми изобилует зарубежная практика. Цель их выпуска - избежание государственного регулирования, подпадания под те или иные законодательные нормы. В практике стран СНГ часто встречаются такие квази бумаги, как “чековая карта”, сертификат”, “депозитный договор”, “кредитный опцион”, и др. Это суррогаты - документы плохо регулируемые, риски по которым для инвесторов и эмитентов значительно выше, чем по ценным бумагам, порядок выпуска и обращения которых регулируется законом.

Естественно, ошибочно было бы считать, что перечисленные виды ценных бумаг, зафиксированные в действующем законодательстве, будут постоянным списком. Со временем, очевидно, возникнут новые финансовые инструменты, которые дополнят приведенный выше перечень.

### **Фундаментальные свойства ценных бумаг.**

К так называемым фундаментальным свойствам ценных бумаг относят обращаемость, ликвидность и риск.

***Обращаемость - способность ценной бумаги покупаться и продаваться на рынке, а также во многих случаях выступать в качестве самостоятельного платежного инструмента, облегчающего обращение других товаров.*** В известных метаморфозах Д-Т, Т-Д ценные бумаги могут выступать и в качестве товара, и в качестве денег. Ценные бумаги в известном смысле являются товаром, которому присущи стоимость и потребительная стоимость. Стоимость этого особого товара зависит от нескольких факторов - таких, как, например, величина приносимого ими дохода, норма ссудного процента, возможность быть проданной по относительно высокому курсу, возможность участвовать в управлении предприятием и т.п. Потребительная стоимость ценных бумаг состоит в том, что через них владелец удовлетворяет вполне определенную, конкретную потребность в увеличении, сохранении своего капитала, участии в управлении предприятием. В то же время в некоторых случаях отдельные виды ценных бумаг (государственные облигации, векселя) при определенных благоприятных обстоятельствах могут выполнять денежные функции - средства обращения и платежа. Известно, что в некоторых странах высоколиквидные государственные облигации используются в качестве платежного средства при расчетах за недвижимость, автомобили и др.

***Ликвидность - способность ценной бумаги быть быстро проданной, превращенной в денежные средства без существенных потерь для держателя.***

На ликвидность влияют три группы факторов: а) общеэкономические; б) связанные с уровнем организации рынка ценных бумаг в данной стране; в) факторы, связанные с особенностями эмитента. К общеэкономическим факторам относятся такие, как состояние денежного обращения, нахождение экономики в той или иной стадии цикла, наличие платежеспособного спроса со стороны инвесторов, степень быстроты осуществления банковских расчетов. К факторам, связанным с организацией фондового рынка, можно отнести степень информированности потенциальных

инвесторов, наличие института маркет-мейкеров, величину стоимости одной транзакции. Ликвидность ценных бумаг на уровне отдельного эмитента зависит, прежде всего, от его финансового состояния, известности и срока существования, безубыточной деятельности, величины выплачиваемых доходов, прогнозах и перспективах развития и т.п. Безусловно, в этом смысле самыми высоколиквидными ценными бумагами будут ценные бумаги, которые котируются на фондовых биржах.

***Риск - возможности потерь, связанные с операциями (в том числе инвестициями) с ценными бумагами и неизбежно им присущие.*** Риски по операциям с ценными бумагами связаны с вероятностью неполучения желаемого результата при совершении какой-либо определенной операции из-за влияния на него множества случайных факторов. Практически любая операция на этом рынке означает, что ее участники (эмитенты, инвесторы или посредники) принимают на себя ту или иную степень риска. В странах, только создающих свои фондовые рынки, риски их участников на несколько порядков выше, чем в странах, имеющих более давнюю историю рыночных отношений, деятельность на фондовом рынке тесно связана с различными видами риска. Поэтому профессиональным участникам рынка ценных бумаг в своей деятельности обязательно приходится учитывать различные виды рисков: макроэкономические, связанные с инфляционными процессами, особенностями отраслей и регионов; рисками предприятия, связанными с платежеспособностью и кредитоспособностью эмитента; рисками управления портфелем и технические риски, к которым относятся временной, операционный, селективный риски, риски, связанные с урегулированием расчетов, и т. п. Практика развитых стран выработала значительный арсенал противостоящих каждому виду риска форм и методов страхования.

#### ***Ключевые слова:***

*Ценная бумага. Обращающиеся ценные бумаги. Не обращающиеся ценные бумаги. Ценные бумаги с ограниченным кругом обращения. Именная ценная бумага. Ценная бумага на предъявителя. Орднерная ценная бумага. Ценные бумаги с фиксированным доходом. Ценные бумаги с колеблющимся доходом. Отзывные ценные бумаги. Безотзывные ценные бумаги. Безбумажные выпуски. Эмиссионные ценные бумаги. Фундаментальные свойства ценных бумаг. Обращаемость. Риск. Ликвидность*

#### **Вопросы для самоконтроля:**

1. Как гражданское законодательство определяет ценную бумагу?
2. Какое свойство, присуще любой ценной бумаге?
3. Охарактеризуйте, какими бывают ценные бумаги по способу размещения?
4. На какие типы делятся ценные бумаги, по способу передачи другому лицу? Охарактеризуйте каждую из них
5. Каковы ценные бумаги, по формам дохода?
6. Какие ценные бумаги Вы изучили, которые возможно использовать для досрочного погашения?

7. Что называется конвертируемыми ценными бумагами? И на какие другие ценные бумаги их можно обменять?
8. Какие бумаги, используются для более полной реализации функций других ценных бумаг?
9. Какие бумаги называются: «долевая», «производная», «ордерная»?
10. Каковы основные фундаментальные свойства ценных бумаг?
11. Что такое обращаемость?
12. Что значит рис, ликвидность?

## 1.2. АКЦИИ

*Акция (от французского action) - это ценная бумага, свидетельствующая о внесении известного пая в капитал акционерного общества, дающая право ее владельцу на получение части прибыли и, как правило, на участие в управлении этим обществом. Акция занимает особое место среди множества различных видов ценных бумаг благодаря своим особым и только ей присущим качествам.*

Прежде всего это - ценная бумага без установленного срока действия, которая может находиться в обращении до тех пор, пока существует выпустившее ее акционерное общество. Владелец акции имеет право участвовать в распределении имущества акционерного общества в случае его ликвидации

Доход, полученный по акции, называется - **дивиденд**. Обычно он зависит от прибыли акционерного общества. Если компания по результатам отчетного периода имеет большую прибыль, у нее есть возможность выплатить большой дивиденд и наоборот. Если прибыль отсутствует вообще, дивиденд может не выплачиваться.

В отличие от всех других видов ценных бумаг (облигаций, казначейских обязательств, депозитных сертификатов векселей), являющихся, по сути, орудиями кредита и отражающих кредитные отношения, акция является инструментом, регулирующим отношения собственности. Ее владелец имеет право участвовать в управлении акционерным обществом, отдавая свой голос за то или иное решение на общем собрании акционеров компании.

Денежная сумма, обозначенная на акции, называется номинальной стоимостью. После первой продажи инвестору она не имеет сколько-нибудь серьезного значения для дальнейшего движения акции на фондовом рынке и носит информативный характер, характеризуя величину долевого капитала.

Цена, по которой акция продается, на рынке именуется курсом акции. Это основная форма цены акций. Она определяет реальную ценность акции. Курс акций находится в прямой зависимости от получаемого по ним дивиденда и в обратной зависимости от нормы ссудного процента. Есть мнение, что курс акций - это капитализированный дивиденд, он равняется сумме денежного капитала, которая, будучи вложенной в банк или отданной в ссуду, даст доход, равный

Сана 4.04.95 Серия 000666 №

**ЭГАСИ ЁЗИЛГАН ОДДИЙ АКЦИЯ**  
**1000**  
 Бир минг сўм  
**«НАВОИЙ АВТОБУС-ТАКСОМОТОР САРОЙИ»**  
 очик турдаги ҳиссадорлик жамияти

© "ШАРК" НМК

Мухр 18-101 1996 й.  
 Имзо: [Signature]  
 Раҳбар  
 Бош [Signature]  
 ҳисобчи  
 Навоий вилояти,  
 Навоий — 5  
 (эмитентнинг манзили)

Низом жамғармаси 13 734 000 сўм.  
 Номинал қиймати 1000 сўм бўлган 60 донга  
 эгаси ёзилган имтиёзли акция чикарилган.  
 Номинал қиймати 1000 сўм бўлган 3374 донга  
 эгаси ёзилган оддий акция чикарилган.  
 Акцияларни чикариш Навоий вилоят  
 Давлат мулкни бошқариш ва тадбиркорликни  
 қўллаб-қувватлаш бошқармасида 11.10.95 да  
 № 05-1-0029 билан қайд қилинган.



Акция эгаси Давранов Равшан - 15-март 1996 й.

\_\_\_\_\_ ИМЗО

Акция эгаси \_\_\_\_\_ " " \_\_\_\_\_ 19\_\_ й.

\_\_\_\_\_ ИМЗО

Акция эгаси \_\_\_\_\_ " " \_\_\_\_\_ 19\_\_ й.

\_\_\_\_\_ ИМЗО

Акция эгаси \_\_\_\_\_ " " \_\_\_\_\_ 19\_\_ й.

\_\_\_\_\_ ИМЗО

1. Акция эгаси ҳиссадорлик жамияти бошқарувида иштирок этиш ҳуқуқига эга.
2. Акцияга эгалик қилиш ҳиссадорлик жамияти ҳиссадорлари реестрида рўйхатга олинади. Акциялар олди-соттиси ҳиссадорлар реестрида қайд қилинади.
3. Акция олди-соттиси унинг янги эгасининг исми-шарифи хақида Ёзув киритиш орқали акциянинг орқа томонида белгиланади ва ҳиссадорлик жамияти раҳбари имзоси ва муҳр билан тасдиқланади.
4. Ҳиссадорлик жамияти фаолиятининг ўтган йилдаги натижалари асосида акциялар бўйича дивидендлар тўлови бир йилда бир марта 1-мартгача амалга оширилади.
5. Акция эгаси ўз акцияларини мерос сифатида қолдириш ҳуқуқига эга. Акция эгасининг ўзгариши ҳиссадорлар жамияти реестрида қайд қилиниши лозим.

Изоҳ: Юқорида келтирилган акция эгаларининг ҳуқуқлари ҳиссадорлар жамияти низомидан олинган.

дивиденду, получаемому по акции. В то же время, практика показывает что, особенно в последнее время, после объявления компанией о выплате даже незначительных дивидендов рыночная цена акций снижается, поскольку считается, что на сумму выплаченных дивидендов уменьшится имущество компании. Курс акций есть не что иное, как отражение стоимости этого имущества.

Акции подразделяются на:

1. Акции открытых акционерных обществ, которые выпускаются в обращение публично и в последующем могут переходить из рук в руки без согласия других акционеров, и акции закрытых акционерных обществ, которые при первичной эмиссии распределяются среди заранее определенных инвесторов и которые могут переходить из рук в руки только с согласия общего собрания компании.
2. Именные и на предъявителя (так называемая категория акций). На именных акциях должны быть обязательно указаны фамилия владельца, а если владельцем является юридическое лицо, - наименование организации. На акциях “на предъявителя” имя владельца акции не указывается. Именные акции обычно выпускаются более высоким достоинством. Это объясняется характером их обращения на фондовом рынке. Акционерные общества могут выпускать одновременно именные и предъявительские акции. В Узбекистане подавляющее большинство акций выпускается в форме именных.
3. Обыкновенные (простые) и привилегированные. Обыкновенная акция дает право голоса на собрании акционеров, а размер получаемого по ней дивиденда зависит от результатов работы акционерного общества за год и ничем другим не гарантирован. Поскольку владельцы таких акций несут большой риск, нежели владельцы других ценных бумаг, предполагаемые дивиденды по ним устанавливаются на более высоком уровне.

Привилегированная акция не дает владельцу права голоса на общем собрании акционеров и тем самым права на управление предприятием. Привилегии по ней состоят в возможности получения, с одной стороны, гарантированного дохода вне зависимости от результатов хозяйственной деятельности общества, а с другой - в праве первоочередного получения стоимости акции при ликвидации акционерного общества. Общая номинальная стоимость привилегированных акций не должна превышать 20% уставного капитала компании. Перечислим основные, наиболее часто встречающиеся виды акций в странах с развитой рыночной экономикой.

По характеру обращения на фондовой бирже различают “зарегистрированные” и “незарегистрированные” акции. Первые - это акции, допущенные к обращению на бирже. Вторые - акции, находящиеся только на внебиржевом рынке ценных бумаг.

По характеру выпуска эмитентом выделяют: *подписные* акции (на размещение которых, даны гарантии дистрибьюторской фирмой). Они подразделяются на полностью или единовременно оплачиваемые и оплачиваемые по частям.



По характеру обращения выделяют *“акции в обращении”*, то есть, те акции эмитента, которые постоянно находятся в обращении на рынке ценных бумаг, и *“портфельные”*, т.е. акции, которые находятся во владении компаний, их выпустивших.

Имеется особая категория акций, которые называют *“активными”*. Это акции, которые постоянно обращаются на биржах в больших количествах. Эти акции при определении на них специальных индексов являются индикаторами ситуации на рынке.

Акции *“с правом на переоценку”* дают эмитенту право потребовать у владельца дополнительный взнос. Чаще всего их выпускают в условиях инфляции.

*“Гарантированные акции”* - с правом получения гарантированных дивидендов.

*“Винкулированные”* - акции, которые владелец не может продать без разрешения исполнительного органа акционерного общества.

Особое место занимают привилегированные (преференциальные акции), которые имеют много разновидностей.

Например, привилегированные акции с правом отзыва (отзывные) - дающие эмитенту право выкупать их у владельца после предварительного уведомления.

*“Золотая акция”* - акция, дающая право ее держателю (независимо от вклада в уставный фонд) в течение определенного времени управлять компанией. Такие акции чаще всего встречаются в странах, где идут процессы приватизации. Причем держателем «золотой» акции, как правило, выступает само государство, в лице какого-либо органа управления экономикой.

*“Кумулятивные”* акции. В условиях их выпуска обычно предусматривается, что любые причитающиеся, но не выплаченные в установленные сроки дивиденды накапливаются и выплачиваются по этим акциям в периоды, когда у эмитента финансовое положение улучшается и появляется возможность выплатить их.

#### ***Обязательные реквизиты бланков акций***

- 1. Наименование акционерного общества и его местонахождение.*
- 2. Наименование ценной бумаги - акция.*
- 3. Серия, порядковый номер, дата выпуска.*
- 4. Вид (простая или привилегированная).*
- 5. Номинальная стоимость.*
- 6. Имя держателя (для именной акции).*
- 7. Размер уставного фонда акционерного общества на день выпуска акций.*
- 8. Количество выпускаемых акций.*
- 9. Срок выплаты дивидендов.*
- 10. Подписи председателя правления и главного бухгалтера акционерного общества.*
- 11. Код акции и дата, присвоенные регистрирующим органом.*

### **Ключевые слова:**

*Акция. Ценная бумага без установленного срока действия. Дивиденд. Акции открытых акционерных обществ. Именные акции и на предъявителя. Обыкновенные (простые) и привилегированные акции. “Зарегистрированные” и “незарегистрированные” акции. Акции “с правом на переоценку”. “Гарантированные акции”. “Винкулированные”. Акции с правом отзыва (отзывные). “Золотая акция”. “Кумулятивные” акции.*

### **Вопросы для самоконтроля:**

1. Какая ценная бумага называется «акцией»?
2. Каковы особенности данной ценной бумаги?
3. Что Вы понимаете под термином «дивиденд»? От чего зависят дивиденды предприятия?
4. Каковы особенности акций на открытых и на закрытых акционерных предприятиях?
5. Какие виды акций Вы знаете?
6. Какие акции называются простыми, привилегированными акциями?
7. «Зарегистрированные» и «незарегистрированные» акции?
8. Что значат «гарантированные акции»?
9. Акции с правом отзыва.
10. Какие акции называются «золотыми акциями» и почему?

## **1.3. ОБЛИГАЦИИ**

**Облигации** (от латинского obligatio, обязательство) - *ценная бумага, удостоверяющая предоставление ее владельцем займа и подтверждающая обязательство возместить ему номинальную стоимость этой ценной бумаги в предусмотренный в ней срок с выплатой фиксированного (твердого,) процента.*

В отличие от акции облигация не является титулом собственности на имущество эмитента. Она не дает право голоса, а тем самым права на управление. Облигация - это свидетельство о предоставлении средств во временное пользование (кредита) одного лица (инвестора- кредитора) другому (эмитенту-должнику). Облигации выпускаются на определенный срок и должны быть погашены. Их владельцы по сравнению с владельцами других видов ценных бумаг традиционно имеют приоритеты при ликвидации эмитента. В соответствии с характеристикой эмитента облигации делятся на следующие три большие группы: государственные, муниципальные и облигации предприятий.

## **Государственные облигации.**

Обычно - это ценные бумаги “на предъявителя”. Они возникли в период домонополистического капитализма. Облигации являются отражением кредитных отношений, в которых государство является должником, а население или предприятия и организации - кредитором (государственный кредит). Сегодня государственные облигации - наиболее распространенный вид облигаций. Эмиссию государственных облигаций осуществляет правительство, чаще всего, для покрытия дефицита государственного бюджета. Непосредственно операциями с государственными облигациями занимаются кредитные учреждения. Источник выплаты процентов - реализованная прибавочная стоимость, поступающая государству от предприятий в виде налогов. Государственные облигации, как правило, гарантированы достоянием страны и поэтому считаются наиболее надежным видом инвестиционных активов, доходы по государственным облигациям налогами не облагаются. Поэтому процентные ставки по ним ниже, чем по самым первоклассным облигациям корпораций. В странах с развитой рыночной экономикой совокупный государственный долг в большей части представлен именно выпущенными в разное время облигациями.

В советской экономической литературе существование капиталистического государственного кредита связывалось с необходимостью покрытия правительствами соответствующих стран своих военных и других непроизводительных расходов. Причем подобному явлению давалась почти всегда весьма однозначная негативная оценка. Следует заметить, что вышеупомянутые расходы так или иначе являются обязательным элементом бюджета любого государства.

Организация и широкое развитие рынка государственных ценных бумаг при всех его отрицательных моментах почти всегда давали возможность странам с развитой экономикой использовать кредит как источник формирования доходов государственного бюджета и тем самым расширять ресурсные возможности финансирования хозяйства.

С помощью различных операций с государственными ценными бумагами, например, покупки или продажи их на открытом рынке при участии кредитной системы достигается денежно-кредитное регулирование экономики большинства современных капиталистических государств. Для населения и предприятий приобретение государственных обязательств является относительно надежной формой сохранения своих сбережений, накоплений, позволяющей в какой-то степени оградить себя от воздействия инфляционных процессов.

*Государственные облигации Узбекистана* - это облигации внутренних республиканских займов. Решение о выпуске таких облигаций принимается правительством. В истории независимого Узбекистана имели место выпуски двух различных видов государственных облигаций. Первый в мае 1992 года - 12-процентный внутренний выигрышный займ для населения, окончившийся весьма неудачно, из-за начавшейся сразу же после выпуска галопирующей инфляции, вызванной развалом СССР и чрезмерным выпуском советским правительством в обращение бумажных денежных знаков. Второй - в марте 1996 года -

облигационный займ для предприятий и организаций в виде государственных краткосрочных облигаций (ГКО), функционирующий весьма успешно, принося доходы в казну страны и предприятиям-инвесторам.

Первый аукцион ГКО в Узбекистане прошел 28 марта 1996 года. Эмитентом облигаций является Министерство финансов. Эмиссия облигаций осуществляется периодически в форме отдельных выпусков. Каждый выпуск, как правило, производится один раз в месяц. Номинальная стоимость облигации составляет 1000 сумов. Облигации могут выпускаться на срок 3, 6, 9 и 12 месяцев.

Владельцами облигаций могут быть юридические лица, которые приобретают их через уполномоченные на это организации (дилеров). Проведение аукционов, торгов, расчетов и другое обслуживание выпусков облигаций производится на Узбекской республиканской валютной бирже.

Первичное размещение облигаций осуществляется Центральным банком Республики Узбекистан от имени и за счет Министерства финансов на аукционах по цене ниже номинала. Механизм размещения следующий: Министерство финансов поручает Центральному банку разместить выпуск ГКО. Центральный банк производит размещение ГКО через Республиканскую валютную биржу на аукционах, участниками которых являются официальные дилеры, имеющие специальные лицензии. Официальными дилерами являются: Национальный банк внешнеэкономической деятельности, “Узпромстройбанк”, “Асакабанк”, “Узпахтабанк”, “Ипак йули”, “Алокабанк”, и другие крупные банки Узбекистана.

### Образцы сертификата и акции



Сертификат акций Алокабанка. Выпуск 2000 года



Акция обыкновенная открытого акционерного общества «Фаллаорол паррандачилик». Выпуск 1997 года

Инвестор для приобретения ГКО на первичном аукционе или вторичном рынке заключает договор на обслуживание с дилером. На основании договоров на покупку ГКО дилер формирует портфель заявок. В соответствии с заявками он покупает для инвесторов ценные бумаги на торгах биржи. Инвесторы, ставшие владельцами ГКО, могут либо хранить облигации у дилеров до их погашения, либо совершать с ними операции по купле-продаже на вторичном рынке. Дилеры самостоятельно открывают инвесторам счета “депо” для ведения учета приобретенных ГКО. Погашение ГКО производится Центральным банком по поручению Министерства финансов по истечении срока обращения ГКО.

### Муниципальные облигации

В качестве эмитентов таких облигаций могут выступать органы власти национально-государственных и административно-территориальных образований Республики Узбекистан: например, Республика Каракалпакстан, области, районы, города. Решение о выпуске облигаций принимается местными органами государственной власти: Советом Министров Республики Каракалпакстан, хокимиятами областей, городов, районов.

Один из главных вопросов выпуска муниципальных облигаций - это вопрос их обеспечения. В зависимости от этого они могут выпускаться со следующими основными источниками покрытия:



*Под общее обязательство о погашении задолженности.* Выполнение обязательств по таким облигациям обеспечивается общей способностью органа власти взимать налоги, пошлины, арендные платежи и т.п., без закрепления каких-либо конкретных источников поступлений местного бюджета для последующих погашений и выплаты процентов по облигациям.

Под общее обязательство с ограниченным покрытием по налоговой способности. В данном случае органы муниципальной власти определяют, за счет какого конкретного вида поступлений в местный бюджет в будущем будет обеспечиваться выполнение обязательств перед держателями облигаций.

*Под целевые поступления.* В условиях выпуска облигаций указывается конкретный проект, на реализацию которого направляются средства, полученные от покупателей ценных бумаг, и который должен принести определенные доходы для выполнения обязательств перед владельцами облигаций.

#### **Ключевые слова:**

*Облигации. Кредит. Кредитор. Должник. Государственные облигации. Государственные облигации Узбекистана. Первичное размещение облигаций. Муниципальные облигации. Обязательство о погашении задолженности. Целевые поступления.*

#### **Вопросы для самоконтроля:**

1. Что Вы понимаете под термином «Облигации»?
2. Какую роль играют данные ценные бумаги в развитии экономики государства, предприятия и предпринимателей?
3. Кредит. Что общего между кредитом и облигациями?
4. Что значит Государственная облигация, облигация «на предъявителя»?
5. В каком году были выпущены первые государственные облигации?
6. Каков опыт первых облигаций (положительный или отрицательный) и почему?
7. Каким банком осуществляется первичное размещение облигаций?
8. Какие банки являются официальными дилерами?
9. Что такое муниципальные облигации?
10. Каков главный вопрос выпуска муниципальных облигаций?

## 1.4. КАЗНАЧЕЙСКИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И ДЕПОЗИТНЫЕ СЕРТИФИКАТЫ

*Казначейские обязательства - государственные ценные бумаги на предъявителя, удостоверяющие внесение их владельцами денежных средств в бюджет и дающие право на получение фиксированного дохода в течение всего срока владения этими ценными бумагами.*

В Узбекистане могут выпускаться следующие виды казначейских обязательств:

1. Долгосрочные - выпускаются на срок от 5 и более лет (в международной практике они получили название).
2. Среднесрочные - выпускаемые на срок от года до 5 лет.
3. Краткосрочные - выпускаемые на срок до 1 года, 3, 6 и 9 месяцев.

Решение о выпуске долгосрочных и среднесрочных казначейских обязательств принимается Кабинетом Министров Республики Узбекистан, а краткосрочных - Министерством финансов.

По своей природе казначейские обязательства очень близки к государственным облигациям. Фактически казначейские обязательства есть не что иное, как государственные облигации, выпускаемые для физических лиц, доходы по которым можно получать на протяжении всего срока владения ценной бумагой.

*Депозитный сертификат - свидетельство кредитного учреждения о вкладе денежных средств, дающее право вкладчику на получение по истечении установленного срока суммы депозита, и процентов по нему.*

Депозитные сертификаты получили активное развитие с 60-х гг. в США и Великобритании как разновидность вкладного депозитного свидетельства - документа, подтверждающего взнос денег в кредитное учреждение, по которому вклад мог быть истребован. В вышеуказанных странах широкое распространение получил выпуск обращающихся срочных депозитных сертификатов, которые могут быть проданы вкладчиками банку, а не дилерам с потерей процентов или переданы одним лицом другому при помощи передаточной надписи. Такие сертификаты в США выпускаются на крупные суммы - от 100 тыс. до 1 млн. долларов. В качестве инвесторов выступают крупные предприятия, иностранные вкладчики, местные органы власти. Сертификаты стали особенно популярны в связи с приемом их в уплату налогов.

В Узбекистане после принятия независимости, начиная с 1994 г., сертификаты выпускаются двух видов:

*депозитные сертификаты* - для юридических лиц, сроком до 1 года;

*депозитные (сберегательные) сертификаты* - для физических лиц, сроком до 3 лет.

Срок обращения сертификата исчисляется с даты его выдачи до даты, когда его владелец получает право востребования вклада. Если срок получения депозита и вклада по сертификату просрочен, то такой сертификат считается документом до



востребования, по которому банк несет обязательство оплатить обозначенную на нем сумму немедленно по первому требованию владельца.

Банк может предусмотреть возможность досрочного предъявления сертификата к оплате. В этом случае выплачиваются нарицательная (номинальная) стоимость сертификата и проценты по пониженной ставке, которая определяется банком заранее, при выдаче сертификата. Проценты по первоначально установленной в условиях выпуска и обращения ставке, причитающиеся владельцу по истечении срока обращения сертификата, должны выплачиваться банком-эмитентом независимо от времени покупки данного сертификата.

Сертификаты могут выпускаться как в разовом порядке, так и сериями, именные и на предъявителя.

Банк, выпускающий сертификат, может включать в него по согласованию с Центральным банком иные дополнительные условия и реквизиты. На бланке сертификата должны содержаться все условия выпуска и обращения (условия и порядок уступки прав требования по сертификату). Если же с сертификатом была проведена операция, не предусмотренная условиями, содержащимися на его бланке, то такая операция считается недействительной.

### ***Обязательные реквизиты бланков депозитных сертификатов***

- 1. Наименование ценной бумаги.*
- 2. Указание причины выдачи сертификата (внесение депозита или сберегательного вклада).*
- 3. Дата внесения депозита или сберегательного вклада.*
- 4. Размер депозита или сберегательного вклада (прописью и цифрами).*
- 5. Безусловное обязательство банка вернуть сумму внесенную на депозит или вклад.*
- 6. Дата востребования вкладчиком суммы по сертификату.*
- 7. Ставка процента за пользование депозитом или вкладом.*
- 8. Сумма причитающихся процентов.*
- 9. Адрес банка-эмитента, а для именного сертификата - имя (наименование) вкладчика.*
- 10. Подписи двух лиц, уполномоченных банком на подписание такого рода обязательств, скрепленные печатью банка.*

Бланки сертификатов изготавливаются только полиграфическими предприятиями имеющими от Центрального банка лицензию на производство бланков ценных бумаг. Заполняться же бланк может от руки чернилами, шариковой ручкой или типографским способом.

Владелец сертификата может переуступить его другому лицу. Уступка права требования по бланковому именованному сертификату оформляется на его оборотной стороне двухсторонним соглашением уступающего свои права и приобретающего эти права. Уступка права требования по бланковому сертификату на предъявителя осуществляется простым вручением этого сертификата.

Банки могут выпускать сертификаты и в безналичной форме (в виде записей по счетам “депо”). В этом случае учет операций по сертификатам в безналичной

форме ведется в депозитариях банков. Взаимоотношения клиента и депозитария оформляются договором.

Реализация депозитных сертификатов юридическим и физическим лицам имеет некоторые различия. Если сертификат реализуется юридическому лицу, между банком-эмитентом и вкладчиком заключается договор. Денежные расчеты по купле-продаже депозитных сертификатов и выплате сумм по ним осуществляются только в безналичном порядке. Оформление депозитного (сберегательного) сертификата физическим лицам производится на основании заявления, в котором вкладчик указывает все необходимые для заполнения сертификата реквизиты. Оплата депозитного (сберегательного) сертификата производится чеком или наличными. Погашение депозитного (сберегательного) сертификата банком производится наличными, либо путем перевода суммы на счет, указанный клиентом.

В отличие от некоторых других ценных бумаг (например, векселей) сертификаты не могут служить расчетным или платежным средством за проданные товары и оказанные услуги. Это служит одной из причин того, что вторичный рынок депозитных и депозитных (сберегательных) сертификатов практически не развит.

#### ***Ключевые слова:***

*Казначейские обязательства. Виды казначейских обязательств. Долгосрочные. Среднесрочные. Краткосрочные. Депозитный сертификат. Депозитные сертификаты для юридических лиц. Депозитные (сберегательные) сертификаты. Срок обращения сертификата. Обязательные реквизиты.*

#### **Вопросы для самоконтроля:**

1. Что такое казначейские обязательства?
2. Какие виды казначейских обязательств Вы знаете?
3. На какой срок выпускаются долгосрочные казначейские обязательства?
4. На какой срок выпускаются среднесрочные казначейские обязательства?
5. На какой срок выпускаются краткосрочные казначейские обязательства?
6. Что такое депозитный сертификат?
7. На какой срок выпускаются депозитные сертификаты для юридических лиц?
8. На какой срок выпускаются депозитные сертификаты для физических лиц?
9. Каковы сроки обращения сертификатов?
10. Каковы обязательные реквизиты депозитных сертификатов?

## 1.5. ВЕКСЕЛЯ

*Вексель (от немецкого wechsel) - это ценная бумага, удостоверяющая безусловное обязательство векселедателя либо иного указанного в векселе плательщика выплатить по наступлении предусмотренного векселем, срока определенную сумму владельцу векселя.*

### **Историческая справка.**

Родиной векселя является Италия (XII-XIII вв.). Пробразом переводного векселя было сопроводительное письмо одного банкира-менялы другому с просьбой выплатить подателю письма (например, купцу, приехавшему на ярмарку) взамен уплаченных им денег соответствующую сумму в местной валюте. Простой вексель по своему происхождению связан с долговой распиской. Первоначально отношения между участниками вексельной операции были доверительными но со временем приобрели характер юридических обязательств.

Широкое распространение векселя получили в связи с развитием капиталистических отношений, ростом ростовщического, торгового и банковского капитала и международной торговли. Первые вексельные законы были изданы в Европе в 17-18 вв. С развитием и усложнением товарно-денежных отношений вексель превращается в универсальный кредитно-расчетный документ.

*Простой вексель (соло вексель) - это документ, содержащий обязательство должника (векселедателя) уплатить определенную денежную сумму в указанный срок кредитору (первому получателю).*

*Переводный вексель (тратта) - это документ, содержащий приказ векселедателя-кредитора (трассанта) должнику (трассату) уплатить определенную денежную сумму в указанный срок третьему лицу - первому получателю (ремитенту).*

Переводный вексель не имеет законной силы, если он не акцептован должником-трассатом. Акцепт (согласие на оплату) в письменном виде совершается на лицевой стороне векселя. Акцепт может быть общим или ограниченным (частичным). Частичный акцепт - это письменное согласие должника оплатить часть валюты векселя. В случае неакцепта векселя или отказа от платежа по нему он может быть опротестован. При этом у его держателя появляется право оплаты в порядке регресса, т.е. обратного требования к предыдущим, обязанным по векселю лицам.

Вексель может быть передаваем из рук в руки по передаточной надписи; ответственность по векселю для участвующих в нем лиц является солидарной, за исключением лиц, совершивших безоборотную надпись; явка в нотариальное учреждение для засвидетельствования подписи не требуется; при неоплате векселя в установленный срок необходимо совершение нотариального протеста; вексель является абстрактным денежным документом и в этого обеспечивается залогом, залогом или неустойкой.

Главное отличие переводного векселя от простого, по существу являющегося долговой распиской, заключается в том, что он предназначен для перевода, перемещения ценностей из распоряжения одного лица в распоряжение другого.

Здесь обязательство трассанта условное: он обязуется заплатить вексельную сумму, если плательщик (трассат) не заплатит ее.

Таким образом, в отличие от простого векселя, где плательщиком является векселедатель, в переводном векселе плательщиком является особое лицо, называемое трассатом. Не случайно его наименование в тексте векселя относится к числу обязательных, так как он после принятия (акцепта) векселя становится в положение векселедателя в простом векселе.

Из содержания переводного векселя следует, что обязательства по нему для трассата (плательщика) возникают лишь с момента принятия (акцепта) им векселя. В противном случае он остается для векселедателя совершенно посторонним лицом. Исходя из этого, получатели денег по векселю могут заблаговременно, до наступления срока платежа, выяснить отношение плательщика к оплате векселя. Эта цель достигается путем предъявления векселя трассату с предложением его акцептовать, следовательно, принять на себя обязательство произвести платеж.

Вместе с тем предъявление векселя к акцепту не является обязательным условием для тех случаев, когда векселедержатель уверен в состоятельности трассата и трассанта. Предъявление векселя к акцепту может быть произведено в любое время, начиная со дня его выдачи и кончая моментом наступления срока платежа. Вексель может быть предъявлен к акцепту и акцептован даже после срока платежа, и трассат отвечает по нему так, как если бы он принял вексель до срока.

Обычно вексель предъявляется к акцепту банками по адресу плательщика. Трассат вправе потребовать предъявить ему вексель вторично через день после первого предъявления. Если после этого срока не последует принятия, то вексель считается не принятым. Трассат не имеет права требовать оставления у себя векселя для акцепта.

Акцепт обычно отмечается в левой части лицевой стороны векселя и выражается словом “акцептован”, “принят”, “заплатил” с обязательным проставлением подписи плательщика. Простая подпись на лицевой стороне векселя также означает принятие векселя.

Вексель может быть выписан на любую сумму на срок до 3 месяцев, а в исключительных случаях - до 6 месяцев. Он может быть выдан сроком “На определенный день” или “столько-то времени от составления». Если в векселе не указан срок, то он рассматривается как подлежащий оплате при предъявлении.

Векселя выписываются на бланках установленной формы. Типовые бланки векселей изготавливаются централизованным путем ГПО «Госзнак» и распределяются среди коммерческих банков. Предприятия и организации могут приобретать бланки векселей в коммерческих банках по месту ведения расчетного счета. При выдаче бланков векселей банк должен проверить финансово-хозяйственное положение клиента, степень его платежеспособности. При этом банк регистрирует сумму векселя и срок его обращения в специальном журнале. Руководители банка несут персональную ответственность за выдачу бланков векселей и регистрацию вексельных сумм.

При наступлении срока платежа векселедатель обязан при предъявлении векселя оплатить указанную в нем сумму векселедержателю, после чего в двухдневный срок оповестить банк, зарегистрировавший выдачу векселя, о совершении по векселю платежа. В случае неоплаты векселя в срок банк имеет право списывать поступающие на счет предприятия должника денежные средства в счет погашения обязательств по векселю.

Если платеж по векселю своевременно не совершен, векселедержатель может в течение 2 рабочих дней, следующих за днем, в который вексель должен быть погашен, оформить протест в неплатеже, после чего предъявить иск векселедателю и индоссантам (все выдавшие, индоссировавшие вексель, являются солидарно обязанными перед векселедержателем). Иск может быть подан до наступления срока платежа при несостоятельности плательщика, в случае прекращения им платежей, даже если это обстоятельство не было установлено судом.

Векселедержатель имеет право предъявить иск всем индоссировавшим вексель лицам или к каждому в отдельности независимо от последовательности, в которой они передавали друг другу вексель. Такое же право иска имеет каждый, подписавший вексель, после того, как он его оплатил.

Векселедержатель может требовать от лица, которому он предъявил иск по векселю:

- неоплаченную сумму векселя и проценты, если они были обусловлены;
- проценты в размере учетной ставки Центрального банка со дня срока платежа;
- издержки по протесту (посылка извещения, пошлина и др.);
- пеню в размере половины учетной ставки Центрального банка со дня срока платежа.

В соответствии с Указом Президента Республики Узбекистан от 19 марта 1997 года выпуск векселей предприятиями и организациями допускается только для покрытия недостатка у них денежных средств для расчетов за конкретно поставляемые им товары (работы, услуги) с обязательным оформлением *вексельного поручительства (авая)*. Запрещается передача векселей в трастовое управление, а также выдача кредитов векселями. Кроме того, предприятия и организации векселедержатели, имеющие недоимки перед бюджетом, не имеют права использовать для оплаты за товары (работы, услуги) векселя с наступающими в данном месяце сроками погашения. Денежные средства поступающие векселедержателям в погашение указанных векселей, подлежат перечислению в бюджет в счет имеющейся недоимки.

Коммерческим банкам вменено открывать предприятиям-векселедателям специальные счета, на которых к моменту погашения векселей банки должны резервировать в необходимом размере денежные средства векселедателей, а в случае отсутствия у векселедателя к моменту погашения векселя свободных денежных средств своевременно выплачивать на основании вексельного поручительства (авая) векселедержателю причитающиеся ему средства с

последующим применением процедуры протеста векселя и санкций к предприятию - должнику.

### **Разновидности векселей, встречающиеся в мировой практике.**

*Покрытые* - векселя, основанные на реальных сделках.

*Дружеские* - выдаются на доверительной основе. При этом одна сторона для оказания помощи другой, находящейся в затруднительном финансовом положении, акцептует его вексель с тем, чтобы последняя либо расплатилась со своими должниками, либо произвела его учет в банке.

*Бронзовые* - векселя, не имеющие товарного покрытия. Они выписываются, как правило, на вымышленное лицо. Доход по такому векселю получают путем учета его в банке. Обычно такие векселя выставляются предпринимателями друг на друга с целью получения по ним банковских ссуд.

*Коммерческие* - векселя, основанные на товарных сделках.

*Финансовые* - векселя, основанные на сделке ссуды, по которой одно предприятие выдает другому денежные средства.

*Банковские* - векселя, плательщиками по которым выступают банки. По своей природе они схожи с депозитными сертификатами.

*Казначейские* - разновидность финансового векселя. Они выпускаются государством.

В странах с развитой экономикой посредством векселя можно оформить различные кредитные обязательства: оплатить купленный товар или предоставленные услуги на условиях коммерческого кредита, возвратить полученную ссуду, предоставить кредит.

Векселя могут обращаться. Передача от одного держателя к другому производится посредством передаточной надписи — индоссамент (именного или бланкового). Каждый индоссант несет ответственность за акцепт и платеж как «векселедатель». Вексель, как ценная бумага, для оплаты должен быть предъявлен в месте платежа плательщику или третьему лицу, которому поручено оплатить вексель (домицилиату). Обращение векселей ограничено сроком, на который они выписаны.

***Индоссамент - передаточная надпись на ценной бумаге, векселе, удостоверяющая переход прав по этому документу к другому лицу.*** Индоссамент проставляется обычно на оборотной стороне документа или на добавочном листе. Лицо, совершающее индоссамент, называется индоссантом. Индоссамент может содержать указание лица, в пользу которого переводится документ (полный или именной), быть на предъявителя или состоять из одной лишь подписи индоссанта (бланковый).

Передаточные надписи могут иметь следующий вид: “платите приказу” или “вместо нас уплатите”. Подпись должна скрепляться печатью организации.

Индоссамент может быть следующих видов:

- *Именной индоссамент* определяет нового владельца. Для дальнейшей передачи векселя необходима его подпись.
- *Бланковый индоссамент* не определяет лица, которому передается вексель. Отмечается только факт передачи.
- *Безоборотный индоссамент*. Векселедержатель (индоссант) при передаче векселя вправе поместить в передаточной надписи оговорку “без оборота на меня” и тем самым снять с себя ответственность по неоплаченному и опротестованному в неплатеже векселю, что - распространяется на последующих индоссантов. Наличие в надписи указанной выше оговорки может вызвать подозрение в возможной неоплате векселя, что может подорвать доверие к таким векселям и влияет на их обращаемость.

Индоссант несет солидарную ответственность вместе с векселедателем и плательщиком. Собственником документа при этом остается индоссант, а держатель выступает в роли его поверенного и может совершать любые действия для получения платежа.

Добавочный лист (аллонж). Если в векселе не хватает места осуществления передаточных надписей, они совершаются на прикрепленном к нему добавочном листе таким образом, чтобы индоссамент начинался на самом векселе и заканчивался на аллонже.

#### **Последствия непринятия или неплатежа по векселю.**

В течение 4 рабочих дней после совершения протеста в неплатеже или неакцепте векселедержатель обязан известить об этом своего индоссанта и векселедателя. Каждый последующий индоссант в течение двух рабочих дней, следующих за днем получения им извещения, сообщает своему предшественнику о полученном им извещении и так до векселедателя. Извещение авалисту и индоссанту, за которого он поручился, выставляется одновременно. Непосылка извещения не лишает вексельных прав векселедержателя.

#### **Протест векселя.**

Под вексельным протестом понимается официально удостоверенное требование платежа и его получение. Векселедержатель или его уполномоченное лицо для совершения протеста должны предъявить неоплаченный вексель в нотариальную контору по месту нахождения плательщика или, если это домицилированные векселя, т.е. векселя, подлежащие оплате у третьего лица, - по месту нахождения этого лица, а для совершения протеста векселей в неакцепте и недатировании акцепта - по месту нахождения плательщика.

Векселя предъявляются в нотариальные конторы для совершения протеста в неоплате на следующий день после истечения даты платежа по векселю, но не позже 12 часов следующего после этого срока дня.

Хотя в соответствии с существующим законодательством вексель вполне “легитимная” ценная бумага, многие предприятия и организации стараются избегать использования этого финансового инструмента. Это объясняется как незнанием подавляющей массой бухгалтеров и руководителей особенностей использования векселей, так и опасением не получить вовремя деньги за

отпущенный товар и возникновения в связи с этим дополнительных расходов и затрат времени.

**Ключевые слова:**

*Вексель. Простой вексель. Переводный вексель. Векселедержатель. Покрытые. Дружеские. Бронзовые векселя. Коммерческие векселя. Финансовые векселя. Банковские векселя. Казначейские векселя. Индоссамент. Именной индоссамент. Бланковый индоссамент. Безоборотный индоссамент. Неплатеж по векселю. Протест векселя*

**Вопросы для самоконтроля:**

1. Что такое вексель? Каким средством является вексель?
2. В каком векселе фактически выражено два долговых обязательства: плательщика перед трассантом (надписателем) и трассанта перед ремитентом (получателем)?
3. В какой срок могут быть выставлены векселя к оплате?
4. Что является инкассированием векселя?
5. Что является депонированием векселя?
6. Каким образом оформляется акцепт векселя?
7. Каковы формы передачи векселя?
8. Что такое индоссамент, совершенный на ценной бумаге?
9. Что такое поручительный индоссамент?
10. Каковы предметы требования по векселю?
11. Каковы основные разновидности векселей?

## **ГЛАВА 2. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ**

### **2.1. ОБРАЩЕНИЕ И РАЗМЕЩЕНИЕ ЦЕННЫХ БУМАГ**

#### **Обращение ценных бумаг.**

Под обращением ценных бумаг понимается их купля-продажа, а также другие действия, предусмотренные законодательством Республики Узбекистан, приводящие к смене владельца ценных бумаг.

Правила выпуска в обращение ценных бумаг в обращение (кроме депозитарных сертификатов и векселей) на территории Республики Узбекистан и их регистрации утверждается Госкомиссией по ценным бумагам и фондовым биржам при Министерстве финансов Республики Узбекистан.

Государственный комитет по управлению государственным имуществом и поддержке предпринимательства или его территориальные органы осуществляют государственную регистрацию первичного выпуска акций АООТ, созданных



путем преобразования государственных предприятий, а также обеспечивают в установленном порядке размещение акций.

К выпуску и обращению на территории Узбекистана допускаются только те ценные бумаги, которые прошли государственную регистрацию и получили в установленном порядке регистрационный номер. Выпуск ценных бумаг, не прошедших государственную регистрацию, является незаконным, влечет за собой изъятие у владельца ценных бумаг выручки от их продажи и возвращение ее инвесторам с учетом компенсации упущенной выгоды.

Приобретение более 20% акций банка одним или несколькими приобретателями, связанными между собой соглашением, а также группой юридических лиц, являющихся дочерними или зависимыми по отношению друг к другу, требуют предварительного согласия Центрального банка. При установлении неудовлетворительного финансового положения приобретателей акций Центральный банк имеет право отказать в даче согласия на совершение сделки купли-продажи более 20% акций банка.

Приобретение 35% и более акций какого-либо эмитента или акций, обеспечивающих более 50% голосов акционеров, требует предварительного согласия органа, уполномоченного осуществлять антимонопольную политику Республики Узбекистан. Нарушение данного требования является основанием для признания сделок недействительными. Орган, уполномоченный осуществлять антимонопольную политику Республики Узбекистан, определяет порядок и правила признания субъектов контролирующими имущество друг друга.

*Эмиссия ценных бумаг - выпуск ценных бумаг в обращение путем продажи их первым владельцам (инвесторам) - юридическим и физическим лицам.*

Эмиссия осуществляется:

- при учреждении акционерного общества и размещении акций среди его учредителей;
- при увеличении размеров первоначального уставного капитала (фонда) АО путем выпуска акций;
- при привлечении заемного капитала юридическими лицами, государством, органами государственной власти и управления путем выпуска облигаций и иных долговых обязательств;
- при взаимном общереспубликанском погашении долговых обязательств предприятий.

Выпуск ценных бумаг в обращение (эмиссия) может осуществляться следующим образом:

- частного размещения без публичного объявления, без проведения рекламной кампании, публикации и регистрации проспекта эмиссии среди заранее известного ограниченного числа инвесторов;
- открытой продажи с публикацией и регистрацией проспекта эмиссии среди потенциального не ограниченного числа инвесторов.

Для каждого из перечисленных случаев Государственная комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам при Министерстве финансов Республики Узбекистан устанавливает минимальные и максимальные размеры эмиссии. При регистрации проспекта эмиссии ценных бумаг эмитент уплачивает в республиканский бюджет сбор в размере 0,1% от номинальной стоимости эмиссии.

При преобразовании государственных предприятий в АО сбор за регистрацию проспекта первичной эмиссии не взимается.

### **Распространение ценных бумаг.**

Эмитенты имеют право реализовывать свои ценные бумаги самостоятельно, за комиссионное вознаграждение через банки, инвестиционные компании, финансовых брокеров.

Инвестиционные компании могут по соглашению с эмитентом выступать гарантами и организаторами выпуска ценных бумаг на условиях:

- выкупа за свой счет всего выпуска ценных бумаг по фиксированной цене с целью дальнейшей перепродажи другим инвесторам;
- выкупа за свой счет недоразмещенной ими среди сторонних инвесторов в течение установленного срока части выпуска ценных бумаг.

Инвестиционные компании и финансовые брокеры могут заключать дистрибьюторские договоры с эмитентами о продаже ценных бумаг от имени эмитента сторонним инвесторам без принятия на себя обязательств по выкупу недораспространенной части выпуска.

### **Ключевые слова:**

*Обращение ценных бумаг. Купля. Продажа. Эмиссия ценных бумаг. Осуществление эмиссии. Выпуск акций. Государственная комиссия. Распространение ценных бумаг. Эмитенты. Фиксированная цена. Инвесторы.*

### **Вопросы для самоконтроля:**

1. Как происходит обращение ценных бумаг?
2. В каких случаях происходит изъятие ценных бумаг у владельца?
3. Приобретение, какого процента акций, обеспечивает более 50% голосов акционеров?
4. Что такое эмиссия ценных бумаг?
5. В каких случаях осуществляется эмиссия?
6. В каких случаях создается Государственная комиссия?
7. Как происходит выпуск ценных бумаг?
8. Как происходит распространение ценных бумаг?

9. Какие лица могут быть гарантами и организаторами выпуска ценных бумаг?

10. На каких условиях происходит выпуск ценных бумаг?

## **2.2. СДЕЛКИ И РАСЧЕТЫ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ**

### **Сущность сделок с ценными бумагами.**

Рассматривая сделки с ценными бумагами, следует исходить из общего понятия сделки. Под сделкой понимается взаимное соглашение, связанное с возникновением, прекращением или изменением имущественных прав, заложенных в ценные бумаги. Они возможны при покупке и продаже, уступке прав, наследовании, дарении, учете, зачете и т.д.

Сделку следует рассматривать с точки зрения:

- организационной;
- экономической;
- правовой;
- этической.

Характеристика сделки относительно организационного аспекта охватывает порядок действий, необходимых для заключения сделок.

Экономический аспект сделки с ценными бумагами связан с характеристикой цели, ради которой она заключается.

Правовой аспект сделки отражает те права и обязанности, которые приобретают участники сделки в процессе ее совершения, включая имущественную ответственность при нарушении условий сделки.

С этической точки зрения совершение сделки отражает общественное отношение к сделкам, поэтому необходимо наличие и соблюдение определенных норм, правил поведения при их заключении.

Все вышеперечисленные аспекты сделки находят свое отражение в ее содержании, т.е. так или иначе касаются круга вопросов, решаемых при взаимном соглашении сторон, заключающих сделку.

При классификации сделок следует учитывать срок, в течение которого они должны быть выполнены. В соответствии с этим признаком сделки можно разделить на кассовые, т.е. принадлежащие немедленному выполнению, и срочные, при которых продавец обязуется представить ценные бумаги к установленному сроку в будущем, а покупатель принять их и оплатить по условиям сделки.

В отношении срочных сделок рекомендации по окончательному расчету Международная ассоциация фондовых бирж не дает, хотя в США они должны быть выполнены не позднее 60 дней со дня заключения, т.е. T+60 дней, а при

дополнительном соглашении между сторонами срок исполнения может быть увеличен.

### **Кассовые сделки.**

К кассовым относятся сделки с фондовыми ценностями, подлежащие исполнению немедленно или в течение 3 дней после заключения сделки. Число заключенных на фондовых биржах кассовых сделок, как правило, превышает число заключенных срочных сделок, ибо кассовые сделки активно используют не только те, кто покупает акции и облигации, удовлетворяя потребности своих клиентов, то и биржевые спекулянты. С развитием биржевой торговли кассовые сделки фактически по форме превратились в срочные сделки.

Кассовые сделки бывают двух видов:

- покупка с частичной оплатой заемными деньгами;
- покупка ценных бумаг, взятых в займы или напрокат.

Покупка с частичной оплатой заемными деньгами заключается преимущественно игроками на повышение (“быками”). Покупка на заемные средства разрешается биржевыми правилами. В этом случае клиент оплачивает только часть стоимости акций, а остальная часть покрывается кредитором, который предоставляет брокер или банк. Второе название этих сделок - сделки с маржей.

Покупка ценных бумаг в кредит достаточно опасна, так как в них вовлекаются уже не только покупатели и продавцы, но и кредиторы-брокеры, что особенно существенно, коммерческие банки.

Таким образом, современный механизм фондовых покупок в кредит стоит на жестком ограничении размеров кредита и на внесении залога под полученные деньги.

Продажу ценных бумаг, взятых в займы или (напрокат) используют наоборот игроки на понижение (“медведи”). Они продают акции, которыми фактически не владеют, а взяли в долг. Если ожидание продавца оправдывается и курс одолженных акций падает, он покупает их и возвращает тому брокеру, который их ему одолжил.

Продажа бумаг, полученных напрокат, именуется на биржевом лексиконе “короткой продажей”. В отличие от этого, покупка акций в расчете на последующий рост их курса именуется «длинной сделкой».

### **Способы установления цен на фондовые ценности.**

Существует несколько способов установления цен на фондовые ценности:

- цена фиксируется на уровне курса биржевого дня заключения срочной сделки;
- цена на фондовые ценности не оговаривается, а расчеты производятся по курсу, который складывается на последний биржевой день для данного вида ценных бумаг на данной бирже, т.е. на момент ликвидации сделки;

- в качестве цены бумаги может быть принят ее курс любого, но заранее оговоренного биржевого дня, в период от дня заключения сделки до дня окончания расчетов;
- условиями сделки может быть предусмотрено установление максимальной цены, по которой ценная бумага может быть куплена, и минимальной цены, по которой она может быть продана (стеллаж).

### **Параметры сделок.**

Если оценивать параметры заключенных сделок, то срочные сделки можно разделить на твердые (простые), фьючерсные, условные (опционы), пролонгационные сделки.

Твердые сделки имеют такое название, т.к. обязательны к исполнению в установленные в договоре срок и по зафиксированной в нем твердой цене. Твердые сделки стандартизированы по форме, но могут заключаться на различные виды и объемы фондовых ценностей, а также сроки в соответствии с реальными потребностями контрагентов. В этом их преимущество по сравнению с опционом и фьючерсом.

*Опционы* - это срочные биржевые сделки, в которых один из контрагентов за установленное вознаграждение приобретает право на основании особого заявления, приуроченного к определенному дню, сделать тот или иной выбор, имеющий отношение к условиям исполнения сделки: исполнить сделки или отказаться от исполнения этой сделки.

Опционы исходят из того, что курс ценных бумаг в момент окончательных расчетов наверняка изменится по сравнению с существующим и проигравшей стороне в ряде случаев выгоднее заплатить премию и получить право отказаться от приобретения или продажи ценных бумаг.

Пролонгационная сделка представляет собой внебиржевую срочную сделку. Одной стороной сделки выступает биржевой спекулянт, заключивший на бирже сделку вне срока и с целью получения курсовой разницы. Потребность в пролонгационной сделке возникает у биржевого игрока в случае, если прогнозируемое им изменение курса не состоялось и ликвидация срочной сделки не принесет прибыли. Однако биржевой спекулянт рассчитывает, что его прогноз на изменение курса оправдается в ближайшем будущем. Поэтому необходимо продлить условия сделки: ее пролонгировать.

Таким образом, пролонгированная сделка биржевым игроком заключается с целью получения прибыли с конца ее срока от проводимых им биржевых спекуляций по договору срочной сделки, заключенному заранее.

Существуют две разновидности пролонгационной сделки репорт-депорт.

### ***Ключевые слова:***

*Сделка. Организационная точка зрения. Экономическая точка зрения. Правовая точка зрения. Этическая точка зрения. Характеристика сделки. Кассовые сделки. Покупка с частичной оплатой заемными деньгами. Покупка*

*ценных бумаг, взятых в займы или напрокат. Установление цен. Твердые (простые). Фьючерсные, условные (опционы). Пролонгационные сделки.*

### **Вопросы для самоконтроля:**

1. Что такое «сделка»?
2. Как следует рассматривать сделку, с каких точек зрения?
3. Охарактеризуйте сделку, с экономической точки зрения, приведите примеры.
4. Охарактеризуйте сделку, с правовой точки зрения, приведите примеры.
5. Охарактеризуйте сделку, с этической точки зрения, приведите примеры.
6. Что такое кассовые сделки?
7. Каковы основные способы установления цен на фондовые ценности?
8. Как может происходить покупка ценных бумаг, какие «правила» покупок Вы знаете?
9. Возможно ли покупать ценные бумаги напрокат, какие недостатки существуют при данной покупке и почему?
10. Каковы основные параметры сделок? Охарактеризуйте каждый из этих параметров.

### **2.3. ПОНЯТИЕ ПРОИЗВОДНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ**

*Производные ценные бумаги (ПЦБ) - это контракты, по которым одна сторона приобретает право или обязательство купить или продать определенное количество ценных бумаг по оговоренной цене в определенный срок.* Чаще всего в качестве базисного актива (то есть ценной бумаги, лежащей в основе контракта) выступают акции и облигации.

В Узбекистане существуют некоторые особенности выпуска и обращения производных ценных бумаг. В соответствии с Положением о порядке выпуска и обращения производных ценных бумаг на территории республики могут выпускаться только производные ценные бумаги в основе которых лежат ценные бумаги акционерных обществ. Проспект эмиссии этих производных ценных бумаг должен пройти государственную регистрацию и получить в установленном порядке регистрационный номер.

Эмитент ПЦБ - юридическое лицо, выпускающее ПЦБ и несущее от своего имени обязательства по ним перед держателями этих ценных бумаг. Решение о выпуске ПЦБ принимается органом управления эмитента, имеющим на это полномочия. Этот же орган утверждает проспект эмиссии ПЦБ. Если стоимость базисного актива ПЦБ равна или превышает 1 млн. сумов, государственная регистрация проспекта эмиссии производится Центром по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг. В остальных случаях государственная регистрация ПЦБ производится его территориальными отделами в регионах.

ПЦБ могут выпускаться как в наличной, так и в безналичной формах. В последнем случае они оформляются глобальным сертификатом - документом, подтверждающим весь выпуск ПЦБ (или его часть) в безналичной форме и хранящимся в депозитарии, включающим в себя все реквизиты, требуемые для единичного сертификата, перечень общих условий эмиссии и обращения выпуска ПЦБ.

Производные ценные бумаги могут подразделяться на классы и серии.

*Класс* - это производная ценная бумага одного вида, в основе которого лежит один базисный актив.

*Серия* - это производная ценная бумага одного класса с одинаковыми ценами исполнения и сроками действия.

Спецификация базисного актива производной ценной бумаги должна содержать информацию о виде, типе, категории ценной бумаги, ее номинальной стоимости, цене за единицу, количестве, эмитенте, общей стоимости и некоторые другие сведения.

Не допускается купля-продажа производных ценных бумаг в рассрочку, продажа производных ценных бумаг, не являющихся собственностью продавца в момент оформления сделки (цессии), а также продажа ПЦБ в день истечения их срока действия.

Производные ценные бумаги могут выпускаться в виде опционов, варрантов и фьючерсов.

Опцион (от немецкого option) - это контракт, дающий право одной из сторон сделки купить или продать определенное количество ценных бумаг в течение определенного периода времени по фиксированной цене контрагенту, который за вознаграждение (премию) принимает на себя обязательство реализовать это право.

Особенностью опциона является то, что его владелец приобретает не саму ценную бумагу, а право на ее приобретение или реализацию. Причем он может использовать свое право на покупку или продажу либо отказаться от него.

В опционном договоре участвуют две стороны:

- покупатель опциона (держатель) - лицо, приобретающее право купить или продать определенное количество ценных бумаг, и продавец (надписатель);
- лицо, принимающее на себя обязательство соответственно продать или купить эти ценные бумаги.

Все опционы делятся на два типа. Опцион на покупку "коллопцион" call и опцион на продажу - путопцион (put). Опцион на покупку дает право на покупку базисного актива в будущем, на определенных производной ценной бумагой условиях. Опцион на продажу дает право держателю опциона на продажу базисного актива в будущем в соответствии с условиями производной ценной бумаги.

Опционы подразделяются на европейские и американские.

*Европейский опцион* - контракт, исполнение которого допускается только на согласованную будущую дату.

*Американский опцион* - контракт, исполнение которого допускается в любой момент до и на согласованную будущую дату.

*Цена исполнения опциона* - цена базисного актива, согласованного в опционном договоре.

*Премия* - цена опциона, выплачиваемая покупателем продавцу против выписки опционного сертификата.

*Внутренняя стоимость* - доход держателя опциона, который он получил бы в случае немедленной реализации контракта. Она равна разнице между текущей ценой базисного актива и исполнительной - оговоренной в контракте.

*Внешняя (временная) стоимость* - разница между премией и внутренней стоимостью опциона, размер которой зависит от срочности контракта, устойчивости курса и динамики процентных ставок.

В основе опционной и фьючерсной торговли лежит спекулятивный интерес, стремление заработать на повышении или понижении курса ценных бумаг.

Рассмотрим механизм игры контрагентов при опционе call.

По условиям этого опциона владелец (держатель) имеет право приобрести ценные бумаги у лица, которое выписало контракт, по оговоренной цене. Это право действует в течение определенного срока. При приобретении опциона покупатель уплачивает продавцу премию. Продавец опциона (надписатель) обязан продать эти ценные бумаги, если того потребует держатель.

Например, текущий курс акции ABC по операции с опционом - 40 долл. США. Держатель приобретает опцион на приобретение 1 лота (100) таких акций. По условиям контракта держатель имеет право до истечения срока контракта купить данный лот по цене 42 долл. за акцию. При этом он должен уплатить премию надписателю - 1 долл. за каждую акцию. Оба контрагента сделки заинтересованы в противоположных изменениях курса ABC. Так, если держатель не ошибся в своих предположениях и курс ABC поднялся до 45 долл. за акцию, реализация опциона (то есть своего права на покупку) принесет ему 2 долл. с каждой акции ( $45 - 42 - 1$ ), а с лота - 200 долл. ( $2 \times 100$ ). Если же его прогноз не подтвердился и курс ABC поднялся только до 42 долл. за акцию, то при реализации опциона держатель потерял бы 1 долл. с каждой акции ( $42 - 42 - 1$ ). Поэтому держатель в такой ситуации не будет реализовывать свое право на приобретение опциона.

С другой стороны, надписатель кровно заинтересован в том, чтобы курс ABC остался прежним либо поднялся незначительно (не выше суммы цены исполнения опциона и премии). В этом случае надписатель получает премию и, кроме того, у него остаются ценные бумаги.

Игра контрагентов при опционе put может выглядеть следующим образом: в данном случае на повышение курса рассчитывает продавец опциона (надписатель), а покупатель (держатель) играет на его понижение. Продавец



опциона выписывает опцион на продажу и тем самым принимает обязательство приобрести акции ABC у держателя, если последний изъявит желание продать их.

Например, текущая рыночная цена акций ABC - 40 долл. Цена, устанавливаемая в опционном договоре, в этом случае ниже текущего рыночного курса и составляет 35 долл. Предположим, премия, которую получает продавец - 1 долл. Если рыночный курс возрастет, держатель не станет реализовывать свое право и продавать акции подписателю по низкому курсу, оговоренному в опционном договоре. Однако он понесет потери, ограниченные суммой премии, которую он заплатил подписателю. В данном случае подписатель, не вложив ни цента, получит чистую прибыль по 1 долл. с одной акции, но если рыночный курс акций ABC снизится до 30 долл. за акцию, держатель может приобрести на рынке оговоренное в договоре количество акций по 30 долл. и реализовать свое право, продав их подписателю по оговоренной в опционном контракте цене - 35 долл., получив при этом чистую прибыль 4 долл. с каждой акции (35-1).

Таким образом, держатель заинтересован в том, чтобы курс акций, по которым заключен опционный договор, снизился в рамках оговоренного срока как можно ниже.

В США в любой котировке опциона присутствуют следующие характеристики:

- тип опциона - на покупку ("C") или на продажу ("P");
- класс опциона - вид ценных бумаг, лежащих в основе опционного контракта;
- премия, которая указывается в расчете на одну акцию лота.

В соответствии с законодательством Республики Узбекистан опционы могут удостоверить право на покупку или продажу как выпущенных ранее собственных ценных бумаг эмитента опционов, так и в ценных бумаг третьих лиц. Не допускается выпуск опционов, базисным активом которого являются впервые выпускаемые в обращение собственные ценные бумаги эмитента.

Опционы могут быть именными и на предъявителя. Опционы в Республике Узбекистан вобрали в себя признаки опциона американского типа, то есть держатель опциона может реализовать свое право покупки или продажи базисного актива либо в течение определенного срока, либо в конкретную дату.

### ***Обязательные реквизиты опциона***

1. *Наименование: "опцион на покупку" или "опцион на продажу."*
2. *Дата и номер государственной регистрации.*
3. *Дата выписки опциона.*
4. *Наименование, адрес и банковские реквизиты эмитента опциона.*
5. *Обязательство эмитента продать (для опциона на покупку) или купить (для опциона на продажу) базисный актив.*
6. *Срок действия или дата исполнения опциона.*
7. *Спецификация базисного актива.*

#### *8. Подпись и печать эмитента.*

Операции с опционами могут совершаться как на биржевом, так и внебиржевом рынках ценных бумаг.

Одной из разновидностей опциона является варрант (warrant).

Варрант - это документ, который удостоверяет право его держателя на покупку в течение определенного периода времени либо в определенный день ценных бумаг, впервые выпускаемых эмитентом варрантов. Таким образом, выпуск варрантов привязывается к выпуску ценных бумаг, составляющих базисный актив. Один выпуск ценных бумаг, являющихся базисным активом варранта, дает право только на один выпуск варранта.

Варранты не могут выпускаться по уже выпущенным в обращение ценным бумагам, находящимся в собственности третьих лиц или выкупленным самим эмитентом. Запрещается эмиссия варрантов с ценой базисного актива ниже номинала ценных бумаг (за исключением облигаций).

Эмитенты варрантов должны обеспечить первым держателям варрантов равные ценовые условия для их приобретения. Цена размещения ценных бумаг для держателей варрантов может отличаться от цены размещения этих же ценных бумаг инвесторам, не являющимся держателями варрантов. Операции с варрантами могут совершаться как на фондовой бирже, так и на внебиржевом рынке ценных бумаг.

#### **Обязательные реквизиты варранта**

- 1. Наименование ценной бумаги.*
- 2. Дата и номер государственной регистрации.*
- 3. Дата выписки варранта.*
- 4. Наименование, адрес и банковские реквизиты эмитента варранта.*
- 5. Обязательство эмитента продать базисный актив.*
- 6. Срок действия или дата исполнения варранта.*
- 7. Спецификация базисного актива.*
- 8. Наименование покупателя варранта (для именованного варранта).*
- 9. Подпись и печать эмитента варранта.*

**Фьючерсы (futures)** представляют собой контракты о поставке оговоренного количества ценностей в течение определенного периода времени по цене, установленной на момент заключения сделки. Фьючерсные контракты могут выставляться как на ценные бумаги, так и на товары, продаваемые на биржах.

Главные черты фьючерсов - ценовая определенность и обязательность исполнения. Фьючерсы не предусматривают немедленной передачи права собственности на приобретаемые по контракту ценности из одних рук в другие. Посредством фьючерсов приобретается гарантированное законом обязательство, которое может быть оформлено как сделка. Характерной специфической чертой фьючерса является и то, что они могут продаваться независимо от того,

существуют ли данные ценности (у продавцов или вообще) в настоящий момент или нет.

Сходство фьючерсов с опционами состоит в том, что и те, и другие дают возможность приобретать фондовые ценности в будущем. Что касается различий, то они состоят в следующем:

1. Фьючерсы не являются актами купли-продажи, фьючерс - твердое обязательство поставки фондовых ценностей.
2. Фьючерс содержит требование обязательного расчета по истечении установленного срока.
3. Риск по фьючерсу гораздо выше, чем по опциону, поскольку покупатель фьючерса в отличие от покупателя опциона может потерять сумму, намного большую, чем потерянная премия по опциону.

Условия фьючерсного контракта стандартны. Цена фьючерсного контракта определяется как результат соотношения спроса и предложения на биржевых аукционах. Расчеты по фьючерсным сделкам производятся, как правило, через клиринговые палаты бирж, где открыты счета торговцев (продавцов и покупателей) фьючерсами.

Торговля этим видом производных ценных бумаг имеет свои особенности. Фьючерсные сделки с акциями осуществляются на фондовых биржах, фьючерсные операции с облигациями - на товарных биржах.

Наиболее распространенной срочной сделкой с акциями является, их продажа на определенный срок при игре на понижение. Как правило, в этом случае ценные бумаги продаются без покрытия, то есть заключается контракт на продажу ценных бумаг, которых нет в собственности продавца. Для осуществления поставки ценных бумаг по такому контракту инвестор заимствует ценные бумаги, подлежащие поставке, у своего брокера, внося ему, например, только 60 % средств от стоимости пакета акций, который он намерен поставить по этой операции. Далее брокер передает инвестору имеющиеся у него такие же акции либо передает ему такие же акции, купленные на стороне. При этом размер предоставляемого брокером кредита не может превышать величину, установленную органом, контролирующим рынок ценных бумаг в данной стране. После поставки данных ценных бумаг контрагенту инвестор остается должен брокеру такую же партию акций. Это означает, что для выполнения своих обязательств по сделке инвестор должен будет приобрести данный пакет акций на определенную дату в будущем.

В данном случае инвестор, как уже отмечалось, рассчитывает на снижение курса, что позволит ему приобрести эти ценные бумаги по более низкой цене и поставить брокеру по цене первоначальной передачи. В случае же, если курс акций поднимется, инвестор понесет убытки в размере разницы между той суммой, которую он обязан уплатить при покупке этих акций, и той суммой, которую он получил при их первоначальной продаже без прикрытия.

По законодательству Узбекистана фьючерс - это ценная бумага (контракт), удостоверяющая безусловное обязательство на покупку или продажу

определенных ценных бумаг и иных финансовых инструментов по установленной в контракте цене на определенную в будущем дату. Выпуск фьючерсов, базисным активом которых являются впервые выпускаемые в обращение ценные бумаги, не допускается. Фьючерсы подтверждают обязательства на покупку или продажу ценных бумаг, выпущенных самим эмитентом фьючерса, или третьими лицами. Фьючерсы в отличие от опционов или варрантов, предполагающих возможность отказа от реализации своего права, обязательны для исполнения.

### ***Обязательные реквизиты фьючерса***

1. *Наименование ценной бумаги.*
2. *Дата и номер государственной регистрации*
3. *Дата выписки фьючерса.*
4. *Вид фьючерса (на покупку или на продажу).*
5. *Наименование, адрес и банковские реквизиты эмитента фьючерса.*
6. *Обязательство эмитента продать (купить) базисный актив.*
7. *Дата исполнения фьючерса.*
8. *Спецификация базисного актива.*
9. *Подпись и печать эмитента фьючерса.*

Операции с фьючерсами в Узбекистане могут совершаться только на фондовых биржах.

### **Из истории отечественных опционов и фьючерсов**

Несмотря на молодость фондового рынка Узбекистана, в его истории нашли место страницы, связанные с реальными сделками по опционам и фьючерсам. Отдельные опционные контракты заключались еще в 1992 году в фондовом отделе биржи “Ташкент”. Министерством юстиции Республики Узбекистан 24 октября 1994 года за 110 было утверждено Положение “Об опционе Госкомимущества на продажу доли государственной собственности, а также долей, предназначенных для свободной продажи и реализации смежникам”, в соответствии с которым осуществлялась реализация долей (будущих акций) уставных фондов приватизируемых предприятий. В соответствии с положением по опционам долей проводились внебиржевые аукционы опционных контрактов, стартовые цены премий, по которым составляли примерно 40% номинальной стоимости выставленного пакета долей уставного фонда предприятия. Выигравший аукцион получал право приобрести долю уставного фонда предприятия но уже в виде ценных бумаг, после их выпуска в обращение эмитентом по оговоренной в контракте твердой цене (как правило, номинальной) или отказаться от сделки.

В 1995 году Ташоблуправлением Госкомимущества Республики Узбекистан и Республиканской фондовой биржей “Тошкент” было утверждено Положение о фьючерсном контракте Ташоблгоскомимущества на продажу государственной собственности, а также долей, предназначенных для свободной продажи. Система фьючерсной контрактной продажи государственной собственности, а также долей, предназначенных для свободной продажи и реализации смежникам, была ориентирована на ускорение процесса приватизации, активизацию фондового

рынка и создание на основе конкурсной продажи условий для формирования рыночных цен на ценные бумаги.

Согласно Положению, фьючерсный контракт на долю государственной собственности приватизируемых предприятий, а также долей, предназначенных для свободной продажи и реализации смежникам (фьючерсный контракт Ташоблгоскомимущества) являлся двусторонним контрактом, который обеспечивал обязательство на покупку доли государственного имущества по гарантированной (твердой) цене в течение определенного периода времени или на определенную будущую дату. Он выпускался в обращение до регистрации эмиссии акций приватизируемого предприятия, после регистрации предприятия в органах Министерства юстиции, но не ранее утверждения оценки имущества и подписания приказа Ташоблгоскомимущества о приватизации предприятия.

Ташоблгоскомимущество гарантировало покупателю фьючерсного контракта завершение эмиссии акций к истечению срока действия контракта и передачу во владение акций на сумму, установленную во фьючерсном контракте. В случае невозможности по каким-либо причинам ташоблгоскомимуществом выполнения своих обязательств по фьючерсному контракту оно должно было выплатить владельцу контракта стоимость его приобретения и сумму штрафных санкций, предусмотренную договором. В 1995 году на РФБ «Тошкент» и внебиржевом рынке республики сделки по фьючерсным контрактам были достаточно частым явлением.

Рынок еврооблигаций представляет собой систему устойчивых отношений по долговым обязательствам в евровалютах, оформляемых в виде долговых обязательств, где фиксируются данные о сумме долга, условиях и срок его погашения, порядок получения процентов. Он очень привлекателен и доступен для иностранных вкладчиков. Главными его преимуществами являются отсутствие жесткого контроля со стороны государства, долгосрочный характер ссуды (10—15 лет) и возможность получить средства одновременно в нескольких странах. В отличие от еврокредитов еврооблигации не дают возможности их владельцу оказывать воздействие на денежную политику заемщика, т.е. выполнение требований МВФ. Поэтому на рынок еврооблигации допускаются заемщики с высоким рейтингом кредитоспособности. Рентная ставка по эмиссии облигаций может быть фиксированной или плавающей. Облигации выпускают и местные органы власти в целях финансирования объектов социальной инфраструктуры, городского хозяйства и прочих муниципальных программ. Эти облигации называют муниципальными. Выгодность такого рода ценных бумаг для инвесторов — наличие налоговых льгот.

В развитых странах с федеральным устройством они составляют значительную долю фондового рынка. Для США это почти 25% общего объема государственных и муниципальных ценных бумаг, а для Германии — более половины.

Рынок еврооблигаций почти свободен от налогообложения, он более гибкий, хотя и предусматривает строгий порядок: эмитент, осуществляющий выпуск еврооблигационного займа, должен пройти проверку ведущих европейских

рейтинговых агентств на кредитоспособность. Выпуск, гарантирование и размещение обязательств на этом рынке обычно осуществляются группой эмитентов нескольких стран. Тем не менее рынок еврооблигаций еще уступает рынку облигаций США, хотя превосходит рынок облигаций Японии. Положение быстро изменяется введением единой европейской валюты, что позволяет делать ценные бумаги различных стран более сопоставимым, связанный с колебаниями курсов обмена валют. Формируется общеевропейский рынок ценных бумаг, и каждый европеец уже может приобретать акции, выпущенные в любой стране ЕС. Это ведет к развитию унификации прежде всего государственных облигаций, и они постепенно становятся более доступными.

Корпоративные облигации. Облигации выпускаются также крупными компаниями (корпоративные) для привлечения дополнительного капитала с целью расширения или модернизации производства. Эти ценные бумаги обеспечены имуществом предприятия. Только крупные и известные фирмы могут рассчитывать на доверие со стороны населения. Прежде чем выйти на рынок облигаций, компании необходимо получить от специализированного агента заключение о своей кредитоспособности. От этой оценки зависят судьба облигаций и ставка процентов по ним. С целью сделать получение облигационного займа привлекательным для инвесторов корпоративные облигации выдаются с различными свойствами:

- индексированные облигации;
- облигации с правом участия в прибыли;
- конвертируемые в другие ценные бумаги и в первую очередь в акции;
- возвратные облигации (выкупаемые до окончания срока займа);
- облигации с плавающим процентом и др.

Широкий выбор, предоставляемый клиенту, позволяет крупным компаниям, выпускающим облигации, достаточно определенно осуществлять стратегическое планирование в своей деятельности, сохраняет общую устойчивую среду в сфере их деятельности.

Основными центрами торговли иностранными облигациями является Нью-Йорк, Цюрих, Токио, Лондон, Амстердам, Франкфурт-на-Майне.

Эмиссия фондовых ценных бумаг отличается массовым характером с указанием их количества, номинальной цены каждой ценной бумаги (акции, облигации) и суммы, на которую они выпускаются. Ценные бумаги одного выпуска тождественны друг другу и представляют определенную долю в ее имуществе или облигационном фонде. Выпуск фондовых ценных бумаг подлежит обязательной регистрации в соответствующем государственном органе, где каждому выпуску ценной бумаги присваивается код.

В странах, в которых фондовые биржи действуют столетиями параллельно с момента возникновения бирж вырабатывались правовые нормы для эмитентов и вкладчиков, существуют строгие законы, контролирующие выпуск и продажу ценных бумаг. Необходимость законодательного регулирования выпуска, первичного размещения и перепродажи ценных бумаг была подтверждена

произошедшими биржевыми кризисами, в частности крупнейшим мировым биржевым кризисом 1929—1933 гг. Его следствием стало принятие во многих странах законов, регулирующих выпуск и обращение ценных бумаг. В США процедура выпуска регламентируется Законом о ценных бумагах от 1933 г. Компания-эмитент обязана предоставить все сведения о своей деятельности и предстоящем выпуске акций или облигаций: текущее состояние дел, перспективы получения доходов, сведения о сделках последних лет, описание предыдущих выпусков ценных бумаг и прочую информацию. Специальные федеральные (государственные) органы проверяют эти данные и если они полные и достоверные, разрешают выпуск новых акций или облигаций. Данные о выпуске сводятся в специальные таблицы и печатаются в проспекте.

Проспекты распространяются в течение определенного срока, установленного законодательством (в США — 40 дней). Для старых, надежных компаний существует укороченная и упрощенная форма проспекта. В период распространения проспекта законом запрещено сообщать предполагаемым вкладчикам дополнительную информацию о конкурирующем выпуске. Реестр выпуска может быть помещен только в определенных местах и содержать определенные сведения: название выпуска, цену, размер, имена и координаты агентов-распространителей (дилеров).

Эмитент заключает договор с дилером на распространение нового выпуска ценных бумаг по принципу взаимовыгодных условий. Дилер распространяющий новый выпуск, должен выдавать проспект каждому, кто продает ценные бумаги или просто интересуется выпуском. Для больших выпусков ценных бумаг имеется следующая международная компания с хорошей репутацией обычно обслуживается инвестиционным банком, который берет на себя обязанность по распространению ценных бумаг и сама нанимает дилеров. При этом инвестиционный банк берет на себя потери распространенных бумаг, равно как и право на прибыль от продаж по цене. Такие обязательства банка или другого представителя финансовой системы именуется термином «подписчик-компания». Обычно — дело сложное, а при его появлении связь «подписчик-компания» продолжается длительное время. Это продиктовано и тем, что появляется возможность выпуска и распространения новых акций и облигаций расширение предприятия а также тем обстоятельством, что часть, бумаг эмитента может быть приобретена самим банком. Такое приобретение может быть продиктовано как остатком нереализованных бумаг, и высокой доходностью бизнеса, долевым участником которого банк может стать.

### **Ключевые слова:**

*Производные ценные бумаги (ПЦБ). Выпуск ПЦБ. Особенности выпуска в Р. Узбекистан. Эмитент ПЦБ. Классы. Серии. Виды ПЦБ. Покупатель (держатель). Продавец (надписатель). Европейский опцион. Американский опцион. Цена. Премия. Внутренняя стоимость. Внешняя (временная) стоимость. Механизм игры контрагентов. Обязательные реквизиты опциона. Варрант.*

*Обязательные реквизиты варранта. Фьючерс. Обязательные реквизиты фьючерса. Исторические сведения.*

### **Вопросы для самоконтроля:**

1. Что Вы понимаете под производственными ценными бумагами?
2. Каковы особенности выпуска ПЦБ в Республике Узбекистан?
3. Эмитент ПЦБ.
4. На какие классы и серии подразделяются ПЦБ?
5. В каких видах могут быть выпущены ПЦБ?
6. Как происходит покупка или продажа ПЦБ?
7. В чем отличие европейских и американских опционов?
8. Как устанавливается цена исполнителя опциона?
9. Что значит внутренняя и внешняя (временная) стоимости опционов? Премия.
10. Приведите пример игры контрагентов.
11. Каковы основные реквизиты опциона?
12. Что такое варрант?
13. Назовите основные реквизиты варранта.
14. Фьючерсы. Назовите основные реквизиты фьючерса.
15. Что Вам известно из истории опциона?
16. Каково развитие опциона в Республике Узбекистан?

## **2.4. ПОНЯТИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ**

Экономический прогресс XX века полностью подтвердил, что только рыночная экономика способна обеспечить высокую степень показателей эффективности в народном хозяйстве. Эффективность рыночного механизма во многом зависит от того, насколько полно экономика охвачена товарно-денежными отношениями. Это означает необходимость формирования наряду с товарными рынками рынка финансового и, в частности, рынка ценных бумаг. Рыночная экономика не может существовать без развитого оборота ценных бумаг. ***Рынок ценных бумаг - это система отношений физических и юридических лиц, связанных с выпуском, обращением и погашением ценных бумаг.*** Любое рыночное пространство можно разделить на два полюса. На одном из них находятся поставщики капитала - юридические и физические лица, государство, имеющие временно свободные денежные и иные средства, желающие сохранить и приумножить их. На другом - субъекты рынка, нуждающиеся в изначальном или дополнительном капитале, необходимом, чтобы начать новое производство, осуществлять работы, услуги или модернизацию, расширение, реконструкцию



действующих мощностей. В качестве потребителей капитала могут также выступать предприятия, организации, население, а также государство.

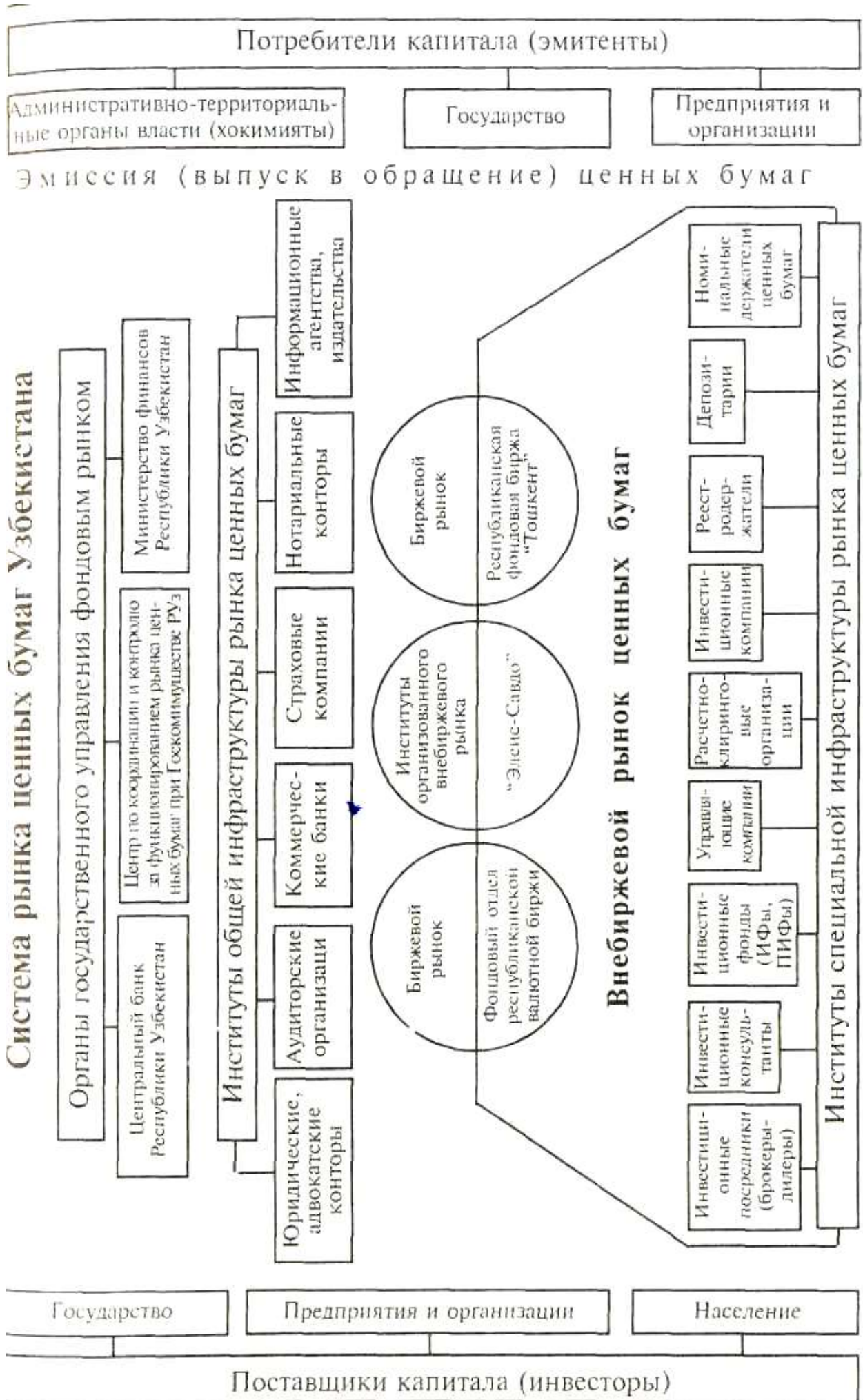
В целях привлечения средств потребители капитала выпускают в обращение ценные бумаги, получая в результате их реализации средства для осуществления процесса производства (торговли, финансовой деятельности и т.п.). Отношения между потребителями (эмитентами) и поставщиками капитала (инвесторами) осуществляются на условиях возвратности, платности или передачи прав владения собственностью.

Институциональная инфраструктура рынка ценных бумаг подразделяется на общую и специальную. К организациям, представляющим *общую инфраструктуру*, относятся институты, которые на осуществлении операций с ценными бумагами выполняют общие вспомогательные функции, без которых деятельность участников рынка ценных бумаг была бы просто невозможна, либо затруднена. К ним относятся информационные агентства, издательства, газеты журналы (пресса), теле- и радиоконпании, коммерческие банки аудиторские организации, нотариальные, юридические и адвокатские конторы, страховые компании. для выполнения функций, помогающих обслуживать сделки с ценными бумагами, они могут находиться без специальных лицензий, разрешающих профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг. В то же время такие организации должны иметь лицензии на осуществление специальных видов деятельности органов государственного управления, в части Центрального банка (коммерческие банки), Министерства финансов (аудиторские и страховые компании), Министерства юстиции (юридические, адвокатские и нотариальные конторы), Госкомпечати (издательства, газеты, журналы). Деятельность этих субъектов в данном случае сводится к кредитно-расчетному обслуживанию участников рынка ценных бумаг, подтверждению достоверности. Соответствия учета и финансовой отчетности эмитентов общеустановленным нормам, заверению договоров купли-продажи, и дарения, страхованию сделок с ценными бумагами, информированию инвесторов и лиц, занимающихся профессиональной деятельностью с фондовыми ценностями, о ситуации на рынке и т.п.

Специальную инфраструктуру представляют инвестиционные институты и организации, осуществляющие биржевую деятельность на рынке ценных бумаг (фондовые биржи, фондовые отделы товарно-сырьевых, валютных и прочих бирж).

К инвестиционным институтам относятся инвестиционные посредники (брокеры-дилеры), инвестиционные консультанты, и инвестиционные фонды, инвестиционные компании, управляющие компании, держатели реестров владельцев ценных бумаг, депозитарии, расчетно-клиринговые палаты, номинальные держатели ценных бумаг. Каждая из перечисленных организаций должна выполнять строго обособленный вид деятельности на рынке ценных бумаг, допускается и совмещение отдельных видов деятельности.

Институты специальной инфраструктуры в обязательном порядке должны иметь лицензии на биржевую деятельность на рынке ценных бумаг либо



осуществление операций в качестве инвестиционного института от государственного органа, отвечающего за состояние фондового рынка страны.

Сделки по купле-продаже ценных бумаг осуществляются на фондовых биржах и на внебиржевом рынке.

На биржах продаются и покупаются определенные фондовые ценности, непосредственно не выносимые на рынок, имеющие четкие качественные и количественные характеристики, подтверждаемые документами и цены, которые официально устанавливаются на основе спроса и предложения. На биржу имеют доступ не все желающие участвовать в торговле, а только профессиональные участники, являющиеся ее членами. Биржевая торговля ценными бумагами ведется на основе специально разработанных каждой биржей правил, предполагающих строгое соблюдение законодательства на рынке ценных бумаг, создание равных условий для всех участников биржевых торгов, опубликование достоверных и полных данных о ценных бумагах допущенных к биржевой торговле, раскрытие информации о заключаемых сделках и т.п. На бирже осуществляется торговля не просто ценными бумагами, а только такими, которые отвечают особым требованиям. Традиционно фондовая биржа - это рынок лучших ценных бумаг.

В странах с развитой рыночной экономикой на фондовые биржи попадают акции незначительного количества эмитентов - только тех, финансово-хозяйственное положение которых весьма устойчиво. Например, в США на знаменитой Нью-Йоркской фондовой бирже котируются акции только немногим более двух тысяч компаний. В то же время количество зарегистрировавших эмиссию ценных бумаг организаций в этой стране исчисляется сотнями тысяч. Подавляющая часть ценных бумаг покупается и продается (обращается) на так называемых внебиржевых рынках. Именно на этих рынках обращаются акции и другие ценные бумаги эмитентов, чье финансово-хозяйственное положение не может выдержать процедуры отбора по биржевым критериям. Ценные бумаги одного эмитента могут обращаться одновременно и на фондовой бирже, и вне ее.

Торговля ценными бумагами как на биржевом, так и на внебиржевом рынке осуществляется на основе принципов, выработанных самими участниками этого рынка и закрепленных в законодательном порядке. К таким принципам относятся:

- добровольность заключаемых сделок;
- установление цен на основе реально складывающихся спроса и предложения;
- строгое соблюдение законодательства в области рынка ценных бумаг;
- обязательное раскрытие информации о ценных бумагах, их эмитентах, ценах, биржевых и внебиржевых сделках;
- защита прав и интересов инвесторов;
- запрещение и преследование мошенничества и манипуляций.

Всякий рынок может быть хаотичным, неуправляемым и регулируемым. Управляемым история развития рынков ценных бумаг различных стран знает

разные уровни и степени управляемости. Управляемость может иметь место на уровне саморегулируемой организации, осуществляющей деятельность по созданию благоприятных условий участникам торговли фондовыми ценностями (например, фондовой биржи или ассоциации профессиональных участников рынка ценных бумаг). Она может осуществляться на уровне отраслей. Однако наибольшую значимость имеет государственное регулирование рынка ценных бумаг, имеющее для данной страны всеобщий характер.

Стихийность и неорганизованность на рынке ценных бумаг, как впрочем, и на любом рынке, может очень дорого обойтись и его участникам, и государству - от потери мелкими держателями ценных бумаг своих накоплений до биржевого краха с неизбежными экономическими потрясениями. Снижение вероятности этих негативных процессов до минимума, создание наилучших условий для постоянного оборота ценных бумаг, перехода их из рук в руки - это основные задачи, которые постоянно решаются в процессе организации и регулирования фондового рынка.

### **Роль рынка ценных бумаг**

Роль рынка ценных бумаг в развивающемся государстве можно рассматривать в двух аспектах. С одной стороны - в части его влияния на эффективность функционирования экономики, а с другой - в плане воздействия его на социальную сферу.

Прежде всего, с помощью рынка ценных бумаг обеспечивается мобилизация свободных денежных и иных средств населения, предприятий и организаций, государства и направление (размещение) их в различные сферы национальной экономики. В результате этого потребители капитала получают доступ к источникам финансирования, а инвесторы получают возможность стать собственниками, сохранить и приумножить свои средства.

Кроме того, фондовый рынок выявляет сложившиеся под воздействием спроса и предложения рыночные цены на ценные бумаги. Если на рынке ценных бумаг курсы колеблются, то это вовсе не означает, что там творят свои темные дела спекулянты и игроки. Изменения курса ценных бумаг вытекают из непрерывного вовлечения все новой информации в последнюю оценку перспектив доходности предприятия. Многообразные прогнозы вполне могут изменяться и в течение короткого срока. Оценка ценных бумаг в решающей степени зависит от своевременной публикации предприятиями точной информации об их деятельности.

Фондовый рынок можно справедливо назвать барометром состояния общества в целом, поскольку он очень чутко реагирует на движение экономического цикла и изменение не только процессов в экономике, но и политической обстановки. В периоды депрессии, кризисов, в том числе и политических, индексы курсов ценных бумаг падают. В периоды оживления и подъема они возрастают.

Рынок ценных бумаг способствует ускорению концентрации и централизации капитала. Он облегчает перелив финансовых средств, необходимых для финансирования инвестиций из одних предприятий или отраслей экономики в

другие. Опыт зарубежных стран свидетельствует о том, что с помощью оборота ценных бумаг можно осуществить более полное и быстрое перемещение сбережений и накоплений в инвестиции по цене, которая устраивала бы обе стороны. Ценные бумаги выпускаются, прежде всего с целью мобилизации и более рационального использования финансовых ресурсов предприятий и сбережений населения. Их практическая целесообразность в этом отношении очевидна. Даже небольшой опыт, накопленный в нашей стране, свидетельствует об активном привлечении средств различных предприятий, организаций и личных сбережений населения для технического перевооружения, создания новых или расширения действующих производств.

Рынок ценных бумаг содействует ломке межотраслевых и межведомственных перегородок, тем самым процесс обобществления производства выводится на качественно новый уровень. Его основой становятся не командно-волевые действия, а реальные экономические интересы субъектов производственных отношений. Международный опыт показывает, что с помощью регулярно действующего рынка ценных бумаг можно гибко перераспределять средства между отраслями, концентрировать их на наиболее перспективных направлениях научно-технического прогресса, то есть способствовать ускорению и оптимизации структурных сдвигов в народном хозяйстве.

Благодаря рынку ценных бумаг обеспечивается наиболее эффективное движение и использование капитала, а также самофинансирование хозяйств. Если при централизованной системе распределения финансовых ресурсов для “выбивания” средств на реконструкцию технического перевооружения предприятия нужно было потратить менее года, то в условиях развитого рынка ценных бумаг это можно сделать в течение одного-двух месяцев, выпустив на рынок ценные бумаги своего предприятия, с условием, что затем из полученной прибыли оно рассчитается с их покупателями. При таком условии руководители предприятий не потратят деньги как попало, а будут стремиться использовать их с наибольшей отдачей.

С помощью рынка ценных бумаг конкретные формы капитала (промышленного, торгового, банковского) приобретают большую мобильность, что позволяет быстро концентрировать необходимые средства (в том числе и личные сбережения) для решения тех или иных задач. Систематический оборот ценных бумаг стимулирует коренное обновление финансовой системы страны. С помощью рынка укрепляются связи между основными экономическими операторами - производственными предприятиями, производителями услуг, коммерческими банками, биржами и населением.

В условиях развития различных инструментов фондового рынка (например, государственных ценных бумаг) возникает возможность покрывать непроизводительные расходы государственного бюджета, решать проблемы сокращения избыточной массы денег в обращении. При покупке населением акций, облигаций и других ценных бумаг за наличные сокращается количество денежных знаков в обращении, что благотворно сказывается на состоянии денежного обращения.



**Государственный Центральный депозитарий ценных бумаг РУз.**  
Компьютерные хранилища безналичных ценных бумаг (сверху)  
и хранилище наличных ценных бумаг (снизу)



Все более широкое распространение акций и облигаций делает фондовый рынок важным инструментом изучения конъюнктуры. Фондовый рынок помогает осуществить рыночное сопоставление разных предприятий, отраслей, сфер хозяйства, а в условиях растущей интернационализации и национальных экономик различных стран.



*Взаимодействие участников электронной системы внебиржевых торгов ценными бумагами в рамках программного продукта Национального банка ВЭД РУз «Замонавий мулкдор»*

Помимо того, что с помощью рынка ценных бумаг можно заставить деньги больше «работать» и повысить тем самым эффективность всего народного хозяйства, он позволяет решать важные социальные проблемы общества. Владение ценными бумагами и участие в торговле ими увеличивают доходы

населения, способствуют повышению его материального благосостояния, а также активизируют человека - главную движущую силу общества. Фондовый рынок содействует формированию класса собственников. Каждый владелец ценной бумаги может стать совладельцем предприятия. Усиливаются демократические начала в управлении производством. Повышается заинтересованность работников акционеров в своей работе. Таким образом, фондовый рынок - одно из важнейших средств преодоления отчуждения человека от средств производства и результатов его труда.

### **Ключевые слова:**

*Рыночная экономика. Рынок ценных бумаг. Субъекты. Объекты рынка Ц.Б.. привлечение средств. Информационные агентства. Фондовые биржи. Отделы. Валютные биржи. Брокеры- дилеры. Инвестиционные консультанты. Принципы торговли. Хаотичный, неуправляемый, регулируемый рынки. Роль рынка Ц.Б. основные цели выпуска Ц.Б.*

### **Вопросы для самоконтроля:**

1. Что такое рынок ценных бумаг?
2. Для чего необходим рынок ценных бумаг?
3. Каким образом рынок ценных бумаг может регулировать экономику страны?
4. Что является объектом рынка ценных бумаг?
5. Каковы субъекты рынка ценных бумаг?
6. Как происходит привлечение средств на рынке ценных бумаг?
7. Каким образом информационные агентства могут повлиять на рынок ценных бумаг?
8. Какие организации занимаются распространением, покупкой, продажей ценных бумаг?
9. Кто может помочь в приобретении ценных бумаг, какие специалисты?
10. Каковы основные принципы торговли ценными бумагами на рынках?
11. Какие рынки ценных бумаг Вы изучили в процессе данного раздела?
12. Какова роль и предназначение рынка ценных бумаг?
13. Какие цели преследуются при выпуске и продаже ценных бумаг?



## 2.5. РАЗНОВИДНОСТИ РЫНКОВ ЦЕННЫХ БУМАГ

Рынок ценных бумаг - категория многосложная. С целью более углубленного познания фондового рынка важно всестороннее его рассмотрение через призму классификатора. Рассмотрим основные разновидности рынков ценных бумаг, имеющие место как в странах с развитой рыночной экономикой, так и в Узбекистане.

### **Первичный и вторичный рынки ценных бумаг**

Важное значение для теории и практики имеет подразделение фондового рынка на первичный и вторичный.

*Первичный рынок ценных бумаг - это рынок, где осуществляются эмиссия и первичное размещение ценных бумаг, то есть продажа ценных бумаг эмитентом или его представителем первому инвестору.* Повторный выпуск ценных бумаг эмитентом (с целью, например, увеличения уставного фонда) или вторичная эмиссия также относится к сфере первичного рынка. Важнейшей характеристикой первичного рынка является раскрытие информации эмитентами, начиная с публикации проспекта эмиссии или сведений о выпуске ценных бумаг в обращение, где указываются полные данные об эмитенте, и заканчивая отчетом о размещении ценных бумаг, представляемым специальным государственным органам, осуществляющим контрольные функции в области фондового рынка. При этом первичная реализация ценных бумаг может быть осуществлена в форме публичного предложения приобретения ценных бумаг (для любого потенциального инвестора) с раскрытием в средствах массовой информации сведений об эмитенте, и в форме закрытой подписки - размещения ценных бумаг среди ограниченного круга лиц с информированием только соответствующего органа государственного управления.

**Вторичный рынок ценных бумаг - это рынок, где происходит купля-продажа (обращение) ранее выпущенных и уже, хотя бы однажды, купленных ценных бумаг.** Именно по степени развития вторичного рынка ценных бумаг можно судить об уровне развития рынка ценных бумаг в данной стране в целом. Одним из основных показателей вторичного рынка является его ликвидность, то есть способность обеспечить высокую оборачиваемость значительной части ценных бумаг в определенный промежуток времени при небольших колебаниях рыночных цен.

Соотношение между первичным и вторичным рынками зависит от развитости экономических отношений, сформированности фондового рынка, его «возраста», а также структуры находящихся в обращении различных видов ценных бумаг. Например, в развитых капиталистических странах, где экономика относительно сильна, а история рынка ценных бумаг исчисляется несколькими столетиями, практически по всем видам ценных бумаг вторичная является преобладающей. Оборот ценных бумаг первичного рынка составляет в этих странах 5-10 % от общего оборота по ценным бумагам. На фондовых биржах большинства развитых стран, как правило, исключено первичное размещение ценных бумаг, поэтому и котируются ценные бумаги, имеющие солидный срок обращения.

Для стран, где процессы создания рыночных отношений сопровождаются массовой приватизацией, и которые только начинают создавать свои фондовые рынки, первичные рынки ценных бумаг на начальных этапах реформ являются основополагающими. В Узбекистане в середине 90-х годов также наблюдалось преобладание первичного рынка над вторичным, но уже к концу столетия это соотношение по совокупности (за исключением рынков корпоративных акций и депозитных сертификатов банков) стало меняться в сторону вторичного рынка. В 1995 г. в республике мощное развитие получил вторичный рынок банковских и коммерческих векселей, а с 1996 г. - вторичный рынок государственных краткосрочных облигаций (ГКО). С 1997 года обозначилась тенденция значительного роста удельного веса вторичного рынка акций.

### **Организованный и неорганизованный рынки ценных бумаг.**

*Организованный рынок ценных бумаг - сфера обращения ценных бумаг, в которой операции с ценными бумагами урегулированы процедурой и условиями, установленными организатором торговли ценными бумагами для участников этих сделок.*

*Неорганизованный рынок ценных бумаг - сфера обращения ценных бумаг, в которой операции с ценными бумагами осуществляются без соблюдения требований организаторов, торговли к предмету сделки и ее участникам.*

*Неорганизованный рынок ценных бумаг - это такой рынок, где правила заключения сделок, требования к ценным бумагам и участникам не установлены, торговля осуществляется произвольно при частном контакте продавца и покупателя.*

На этих рынках системы распространения информации о совершенных сделках отсутствуют. Кроме того, сделки совершаются без использования каких-либо механизмов защиты и страхования участников (например, предварительное блокирование ценных бумаг на специальных счетах продавцами, предварительное перечисление части денежных средств покупателями ценных бумаг и т.п.), какие обычно имеют место при организованной торговле. В то же время сделки оформляются специальными регистраторами в общеустановленном законом порядке. Хотя этот рынок и называют “уличным” или стихийным он не является абсолютно хаотичным и беспорядочным, поскольку в случае обнаружения мошенничества со стороны какого-либо контрагента сделки регулирующий государственный орган будет осуществлять расследование. На таком рынке могут продаваться и качественные ценные бумаги, и доходные ценные бумаги, по которым можно либо получить большие дивиденды, либо потерять все вложенные средства, и так называемые мусорные акции, чьи эмитенты находятся в сложном финансовом положении или на грани банкротства. В нашей стране на неорганизованном рынке могут продаваться и покупаться акции как вновь созданных, так и приватизируемых предприятий, при первичной и вторичной эмиссиях, банковские и коммерческие векселя. В Узбекистане примером таких рынков может служить первичная продажа акций ПИФов, осуществляемая непосредственно самими ПИФами либо через отделения Народного банка.

## **Биржевой и внебиржевой рынки ценных бумаг.**

***Биржевой рынок ценных бумаг - это сфера организованной торговли ценными бумагами в рамках фондовой биржи.*** Последняя представляет собой особый институт, обеспечивающий условия для торговли ценными бумагами, которая ведется по специальным правилам исключительно профессиональными участниками рынка ценных бумаг. К биржевым торгам допускаются ценные бумаги только тех эмитентов, которые определенный промежуток времени имеют стабильное финансово-хозяйственное положение, значительный уставный капитал и величину активов, а также отвечают некоторым другим критериям установленным самой биржей. В Узбекистане биржевой рынок ценных бумаг представлен двумя институтами - Республиканской фондовой биржей "Тошкент" с ее 13-ю подразделениями в областях и Республике Каракалпакстан, где сосредоточена торговля корпоративными ценными бумагами (преимущественно акциями), и фондовым отделом Республиканской валютной биржи, который специализируется на торговле государственными краткосрочными облигациями. Особенностью узбекского биржевого рынка акций является то, что в значительной части его формируют сделки по первичной реализации ценных бумаг акционерных обществ, созданных в результате приватизации государственных предприятий. Более подробно о деятельности фондовых бирж будет сказано далее.

***Внебиржевой рынок ценных бумаг - это сфера торговли ценными бумагами вне фондовой биржи.*** Внебиржевой рынок включает в себя неорганизованный рынок (о котором было сказано выше) и часть организованного. ***Организованный внебиржевой рынок ценных бумаг - это торговля ценными бумагами по правилам, установленным организатором внебиржевой торговли, обычно с использованием специальных, компьютерных систем и допуском к торгам ценных бумаг как крупных, так и средних и небольших компаний.***

В качестве примеров организованных внебиржевых рынков можно привести Систему Национальной ассоциации инвестиционных (США) NASDAQ - Система автоматической котировки Национальной ассоциации инвестиционных дилеров), Систему автоматической котировки и дилинга при Сингапурской фондовой бирже германскую систему "XETRA". В Узбекистане внебиржевой организованный рынок ценных бумаг представлен Электронной системой внебиржевых торгов введенной в действие с 1 июня 1998 года, которая функционирует по принципу накопления и исполнения поступивших заявок на приобретение и продажу ценных бумаг. На торгах устанавливается единая цена на акции того или иного эмитента, обеспечивающая максимальный объем сделок с ценными бумагами, следовательно, цены покупки и продажи на акции будут равны для всех покупателей в течение одной торговой сделки. Электронная система внебиржевых торгов позволяет любому гражданину Узбекистана минуя брокера, самостоятельно работать на фондовом рынке. Компьютерные торговые комплексы подобных систем функционируют в автоматических режимах поиска позиции в соответствии с заданными параметрами (количество, цена, условия поставки и др.). Организованные внебиржевые рынки также имеют свои критерии допуска ценных бумаг, отбора участников, особые правила торговли. Появившись в начале

70-х годов, организованные внебиржевые рынки получили мощное развитие и сегодня составляют серьезную конкуренцию фондовым биржам. В ряде стран оборот таких рынков уже значительно превышает обороты фондовых бирж.

В 80-е годы практически во всех странах с рыночной экономикой начали появляться так называемые ***прибиржевые рынки ценных бумаг, представляющие собой нечто среднее между фондовыми биржами - как рынками лучших ценных бумаг - и внебиржевыми организованными рынками, где сосредоточен оборот менее качественных ценных бумаг.*** Эти рынки возникли в результате конкуренции между биржевыми и организованными внебиржевыми рынками, как реакция фондовых бирж на всевозрастающее влияние упорядоченных внебиржевых систем фондовой торговли. Они функционируют в виде “вторых”, “третьих” рынков (Англия, Франция, Италия, Германия), второй секции фондовых бирж” (Япония), “параллельного рынка” (Швеция, Голландия) и т.п. Таким образом, фондовые биржи, стремясь не потерять “клиентов” и расширить свою деятельность, создают при себе системы торговли с более низкими требованиями к качеству ценных бумаг, привязывая к себе торговлю ценными бумагами средних и небольших предприятий. В Узбекистане, например, прибиржевой рынок ценных бумаг представлен наличием в соответствии с Правилами осуществления операций с ценными бумагами на Республиканской фондовой бирже “Тошкент” секции ценных бумаг предлистинговых, внелистинговых компаний, а также секции акций приватизируемых предприятий. Ввиду того, что процедура листинга на РФБ “Тошкент” предусматривает весьма жесткие критерии отбора компаний, и к числу листинговых относятся всего несколько акционерных обществ, большую часть сделок, осуществляемых в торговом зале РФБ “Тошкент”, можно отнести к прибиржевому рынку.

### **Региональные, национальные и международные рынки ценных бумаг.**

В странах, занимающих относительно большие территории, как правило, складываются *региональные* или *локальные* рынки ценных бумаг. В Узбекистане, например, локальные (местные) рынки ценных бумаг сформировались по принципу отнесения торговли ценными бумагами к административно-территориальным образованиям, которые представлены Республикой Каракалпакстан, г.Ташкентом и 12-ю областями. В каждом из этих регионов имеются регулятивные органы (отделы Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг, Центрального банка, Министерства финансов), подразделения фондовых бирж, институты общей и специальной инфраструктуры рынка ценных бумаг. Несмотря на единые принципы организации, региональные рынки отличаются друг от друга уровнем развития экономики в целом, отраслевой принадлежностью эмитентов, количественными и качественными характеристиками эмитентов и потенциальных инвесторов, развитостью инфраструктуры, активностью профессиональных участников и, следовательно, объемами операций с ценными бумагами. Естественно, что владельцами ценных бумаг, выпускаемых на территории, например, Навоийской области, будут являться в основном местные организации и граждане. Таким образом, на региональных рынках имеет место относительно замкнутый оборот по

поставке и потреблению денежных капиталов хозяйствами и населением внутри области.

**Ключевые слова:**

*Первичный рынок ценных бумаг. Вторичный рынок ценных бумаг. Организованный рынок. Неорганизованный рынок ценных бумаг. Биржевой и внебиржевой рынки ценных бумаг. Прибиржевые рынки ценных бумаг. Региональные, национальные и международные рынки ценных бумаг.*

**Вопросы для самоконтроля:**

1. На какие, подразделяются рынки ценных бумаг?
2. Охарактеризуйте первичный рынок ценных бумаг?
3. Что такое вторичный рынок ценных бумаг?
4. Что представляет собой организованный рынок ценных бумаг?
5. Что представляет собой неорганизованный рынок ценных бумаг?
6. В чем отличия организованных и неорганизованных рынков ценных бумаг?
7. Объясните, что означают биржевые и внебиржевые рынки ценных бумаг?
8. Каково отличие этих рынков?
9. Прибиржевые рынки ценных бумаг, каково отличие данного рынка, от вышеперечисленных?
10. Какие еще виды рынков ценных бумаг Вы изучили?

## **2.6. УЧАСТНИКИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ**

Участниками рынка ценных бумаг являются эмитенты, инвесторы, инвестиционные институты, а также их объединения (ассоциации), фондовые биржи (фондовые отделы бирж), уполномоченные государством органы по контролю за функционированием рынка ценных бумаг. Всех участников фондового рынка можно подразделить на профессиональных, непрофессиональных и органы государственного регулирования и контроля.

*Эмитенты ценных бумаг - это юридические лица, государственные органы или органы местной администрации, выпускающие ценные бумаги и несущие от своего имени обязательства по ним перед владельцами ценных бумаг.* В качестве эмитентов в Узбекистане могут выступать предприятия всех форм собственности, а также государственные местные органы власти. Выпуская ценные бумаги в обращение, эмитенты обязательно должны зарегистрировать их эмиссию в уполномоченном на это государственном органе. При регистрации выпуска ценных бумаг эмитенты уплачивают в республиканский бюджет, в размере 0,1 процента от номинальной стоимости эмиссии. ( имеют право распространять свои ценные бумаги самостоятельно либо через организации,

которые специализируются на распространении ценных бумаг - андеррайтинговые и дистрибьюторские компании.

Эмиссия ценных бумаг осуществляется в двух формах:

а) открытого (публичного) размещения ценных бумаг среди потенциально неограниченного круга инвесторов - с объявлением в печати, проведением рекламной кампании и регистрацией проспекта эмиссии;

б) закрытого (частного) размещения среди заранее известного круга инвесторов - без публичного объявления, без проведения рекламной кампании, регистрации и публикации проспекта эмиссии.

Эмитенты в обязательном порядке должны зарегистрировать эмиссию ценных бумаг в государственном органе, осуществляющем регулирование фондового рынка. Эту регистрацию эмитенты обязаны осуществить сразу же после регистрации в соответствующих органах (Министерство юстиции, хокимияты) и приобретения ими статуса юридического лица.

Эмитенты или их доверенные лица, осуществляющие первичное размещение ценных бумаг, обязаны обеспечить каждому покупателю возможность ознакомления с условиями продажи и проспектом эмиссии до момента покупки этих ценных бумаг. Проспект эмиссии содержит данные о самом эмитенте, предлагаемых к продаже ценных бумагах, процедуре и порядке их выпуска, другую информацию которая может повлиять на решение о покупке этих ценных бумаг или об отказе от такой покупки.

Крупным эмитентом ценных бумаг является *государство*. Оно может выпускать в обращение облигации, казначейские обязательства. Государство выступает в качестве эмитента и тогда, когда эмиссию ценных бумаг осуществляют различные органы государственной власти и управления - такие, как Центральный банк, Министерство финансов. Законодательством не запрещен выпуск облигаций государственных предприятий. В этом случае эмитентом таких облигаций также будет считаться государство. Как уже отмечалось, государство по сравнению с другими эмитентами считается наиболее надежным. Оно, как правило, гарантирует погашение своих обязательств и выплату по своим ценным бумагам доходов всем достоянием страны либо как минимум дополнительной денежной эмиссией.

В то же время, государство использует эмиссию своих ценных бумаг как неинфляционный способ покрытия дефицита государственного бюджета, который позволяет за счет полученных таким образом заемных средств погасить образовавшуюся текущую задолженность в расходной части централизованного фонда государства. Однако при этом следует помнить, что такое заимствование средств у населения или предприятий лишь на время балансирует государственный бюджет, приводит к тому, что у государства образуется дополнительный долг в последующие периоды, который ему все равно придется погашать. Поэтому целесообразность выпуска государственных ценных бумаг, обоюдная выгода и для государства, и для инвесторов может иметь место лишь тогда, когда имеются серьезные предпосылки увеличения эффективности

общественного производства, конкретные программы развития национальной экономики, рост национального дохода и т.д.

Вторым по значимости эмитентом являются *акционерные общества*, которые могут выпускать в обращение акции, облигации и векселя. Особенностью Узбекистана, как и других стран постсоветского пространства, является то, что подавляющая часть акционерных обществ создается на базе государственных предприятий в результате их преобразования. Создание акционерных обществ на базе государственных предприятий (акционирование) практически по всей территории СНГ и Балтии характеризуется тем, что при продаже акций, выпускаемых в результате такого преобразования, сами предприятия не получают каких-либо средств для своего развития - меняется лишь собственник, которым становятся негосударственные юридические лица и население. В подавляющем большинстве случаев средства от реализации акций акционерных обществ созданных на базе государственных предприятий, идут в Централизованный фонд государства (бюджет) либо аккумулируются на специальных счетах соответствующих органов государственного значения (фондов) для дальнейшего распределения и перераспределения. В Узбекистане в отличие от других стран ближнего зарубежья предприятия, преобразуемые в акционерные общества, получили возможность использовать эти средства непосредственно для своего развития.

В качестве эмитентов ценных бумаг выступают также *совместные предприятия*. Подавляющее их большинство функционирует как вновь созданные акционерные компании либо как акционерные общества созданные в результате преобразования государственных предприятий в процессе приватизации.

Важное место среди эмитентов занимают *инвестиционные институты* (профессиональные участники рынка ценных бумаг) и, в частности, приватизационные инвестиционные фонды (ПИФы). Помимо акционерных обществ, в качестве эмитентов могут выступать предприятия и других форм собственности, в частности государственные предприятия, общества с ограниченной ответственностью, частные предприятия они могут выпускать в обращение облигации предприятий и векселя.

Особое место среди эмитентов занимают кредитные учреждения - *банки*, которые могут выпускать в обращение практически почти все предусмотренные законодательством виды ценных бумаг, а именно: акции, облигации, депозитные и сберегательные сертификаты и векселя.

*Местные органы власти (хокимияты)* могут выпускать муниципальные облигации.

***Инвесторы - это физические или юридические лица (государство), приобретающие ценные бумаги от своего имени и за свой счет.*** Иностранцы граждане и организации также могут выступать в качестве инвесторов в соответствии с законодательством РУз. Инвесторы - лица, имеющие определенные временно свободные денежные средства. Мотивы инвестиций следующие: получение доходов в виде дивидендов или процентов получение доходов в виде

разницы между ценой покупки и ценой продажи ценных бумаг, управление предприятиями, денежно-кредитное регулирование экономики.

Инвесторы могут приобретать ценные бумаги как за счет собственных средств, так и за счет заемных. В последнем случае инвестор для покупки ценных бумаг может занять денежные средства либо у своего брокера-дилера либо в банке.

Инвесторы подразделяются на частных (индивидуальных) и институциональных. *Частный инвестор* - это физическое и юридическое лицо, осуществляющее вложение собственных средств в ценные бумаги. Самым многочисленным отрядом инвесторов на фондовом рынке традиционно является население. В основном это граждане республики, вложившие свои сбережения в ценные бумаги акционерных обществ, банков, государства.

Типы инвесторов.

В экономической литературе встречается разделение инвесторов - физических лиц на следующие типы:

*Консервативный тип.* Это лица, для которых наиболее важным является надежность вложений, сведение к минимуму риска, связанного с инвестициями. Они согласны получать относительно небольшие доходы на вложенный капитал, лишь бы была гарантия отдачи. Этот тип инвесторов предпочитает облигации либо привилегированные акции самого высокого качества. Как правило, они имеют дело либо с государством, либо с крупными компаниями с солидной репутацией.

*Умеренно-агрессивный тип.* Эти лица более склонны к риску, однако предпочитают его ограничивать. Их цель - защита инвестиций, обеспечение безопасности вложений в сочетании с высокой доходностью ценных бумаг. При формировании портфеля ценных бумаг они допускают приобретение ценных бумаг низкого качества, дающих перспективу в будущем.

*Агрессивный тип.* Этот тип инвесторов спокойно относится к риску, и идет на покупку ценных бумаг среднего и низкого качества, не пренебрегая высоко рискованными акциями. В их стратегии, как правило, - сочетание высокой доходности вложений с перспективным ростом курса акций динамично развивающихся отраслей.

*Опытные инвесторы.* Они имеют большую практику инвестирования, способны прогнозировать конъюнктуру рынка ценных бумаг. Осуществленные ими инвестиции обеспечивают им высокие доходы, устойчивый рост вложенного капитала.

*Тип игроков* (изоэтранных инвесторов) - лица, которые ради получения максимальной выгоды готовы пожертвовать своим капиталом. Портфель ценных бумаг таких инвесторов состоит, как правило, из бумаг низкого качества с колеблющимся курсом. Такие инвесторы обычно сочетают спекуляцию ценными бумагами с игрой на изменении валютного курса.



В США более 50 млн. человек имеют акции, причем число их постоянно увеличивается. В Узбекистане на начало 2000 года количество индивидуальных инвесторов составило около миллиона человек.

*Институциональный инвестор* - это юридическое лицо, инвестирующее привлеченные им денежные средства в ценные бумаги. *Институциональные инвесторы* - это организации, которые в силу специфики своей деятельности аккумулируют значительные временно свободные средства индивидуальных инвесторов. К их числу относятся коммерческие банки, страховые компании, пенсионные фонды, инвестиционные и приватизационные фонды, инвестиционные компании и некоторые другие.

Предприятия и организации занимают наибольший удельный вес в составе инвесторов по объему инвестиций. Среди них как наиболее значительные можно выделить предприятия производственной финансово-кредитной сферы (банки), инвестиционные институты.

Промышленные, сельскохозяйственные и другие предприятия производственного направления являются держателями ценных бумаг своих смежников (поставщиков сырья, материалов, комплектующих и покупателей продукции), банков, государства (ГКО).

Особой категорией инвесторов являются *банки*. Инвестиции банков носят избирательный характер, поскольку, во-первых, в их распоряжении имеется информация о финансовом состоянии значительного количества эмитентов - хозяйствующих субъектов, во-вторых, в банках сосредоточены наиболее квалифицированные кадры и, в-третьих, среди всех инвесторов банки являются организациями, у которых чаще всего накапливаются временно свободные значительные денежные средства.

В качестве инвесторов может выступать ряд *инвестиционных институтов*. Это инвестиционные посредники, инвестиционные компании, инвестиционные фонды и приватизационные инвестиционные фонды, управляющие компании. Некоторые из них приобретают ценные бумаги с целью получения в последующем инвестиционных доходов (ИФы, ПИФы, инвестиционные компании) в виде дивидендов или процентов. Другая часть (управляющие компании, инвестиционные посредники), как правило, инвестируют свои средства с целью получения спекулятивных доходов. Деятельность инвестиционных институтов как инвесторов особо контролируется органами, осуществляющими надзорные функции на рынке ценных бумаг.

Крупным инвестором на фондовом рынке Узбекистана является *государство*. Оно является владельцем значительного пакета акций (порядка 25 и более процентов) практически во всех созданных в результате приватизации акционерных компаниях, принимает участие в управлении предприятиями и получает дивиденды. С целью денежно-кредитного регулирования экономики государство, например, через Центральный банк может осуществлять так называемые операции на открытом рынке, в частности покупку ценных бумаг у коммерческих банков, расширяя тем самым сферу кредитования коммерческими

банками отраслей народного хозяйства. В некоторых случаях государство может покупать свои же ценные бумаги (например, вторичного рынка ГКО).

*Холдинги* - акционерные общества открытого типа, в состав активов которых входят контрольные пакеты акций других предприятий. Контрольный пакет акций представляет собой любую форму участия в капитале предприятия, которая обеспечивает безусловное право принятия или отклонения определенных решений на общем собрании его участников и в его органах управления.

*Иностранные инвесторы.* К ним относятся иностранные граждане, юридические лица, иностранные государства. Деятельность иностранных юридических и физических лиц на рынке ценных бумаг Узбекистана в качестве инвесторов регулируется специальными законодательными актами. Они могут приобретать ценные бумаги как на биржевом, так и внебиржевом рынке. Вопросы приобретения более или менее крупных пакетов акций предприятий стратегических отраслей иностранными инвесторами в обязательном порядке согласовываются с правительством Узбекистана.

Деятельность инвесторов на рынке ценных бумаг подлежит регулированию, как и деятельность эмитентов. Так, например, по действующему законодательству приобретение 35 и более процентов акций акционерной компании должно обязательно согласовываться с соответствующими антимонопольными органами. Имеются ограничения в приобретении акций отдельными видами инвестиционных институтов (инвестиционными фондами, приватизационными фондами) и отдельными категориями физических лиц. Государство регулирует допуск инвесторов на различные сектора фондового рынка с учетом сложившейся в данный период времени конъюнктуры и экономической ситуации. Например, в Узбекистане к торговле государственными краткосрочными облигациями иностранные инвесторы не допускаются. Одновременно всячески стимулируется приток иностранного капитала через покупку ими акций отечественных акционерных обществ нестратегических отраслей.

***Инвестиционные институты - это хозяйствующие субъекты, у которых операции с ценными бумагами являются основным видом деятельности. Инвестиционные институты - это профессиональные участники рынка ценных бумаг.*** К ним относятся инвестиционные посредники, инвестиционные консультанты, инвестиционные фонды, инвестиционные компании, управляющие компании, депозитарии, расчетно-клиринговые организации, держатели реестров, владельцы ценных бумаг, номинальные держатели акций. Закон допускает к операциям с ценными бумагами физических лиц и функционирование их в качестве инвестиционных посредников и инвестиционных консультантов хотя на практике подавляющее большинство этих институтов все же представлено организациями. Инвестиционные институты должны иметь лицензию на соответствующий вид деятельности на рынке ценных бумаг от органа государственного управления фондовым рынком. В этом же органе в обязательном порядке должны пройти аттестацию руководители, начальники отделов и ведущие специалисты инвестиционных институтов, непосредственно участвующие в заключении сделок с ценными бумагами. Инвестиционные институты, будучи в определенной степени гарантами исполнения сделок для

своих клиентов - эмитентов и инвесторов, должны обладать достаточностью собственного капитала, в связи с чем органом государственного регулирования фондового рынка для них установлены специальные экономические нормативы и, в частности минимальный размер уставного фонда, коэффициент соотношения собственного капитала и средств клиентов, максимальный размер риска на одного клиента деятельность инвестиционных институтов должна быть достаточно прозрачной, поэтому в соответствии с действующим законодательством они обязаны также раскрывать информацию о некоторых своих операциях.

Для оформления допуска к операциям с ценными бумагами физическое лицо должно иметь соответствующее образование (сертификаты об окончании базового курса “Акционирование. Операции с ценными бумагами”, аттестат органа по управлению рынком ценных бумаг соответствующей категории, патент на индивидуальную трудовую деятельность, выданный местным органом власти, и расчетный счет в банке.

В нашей республике физические лица как индивидуальные предприниматели на рынке ценных бумаг достаточно активно проявляли себя в различные периоды середины 90-х годов XX столетия. В рейтинге инвестиционных посредников в числе первой десятки по величине и объему совершенных сделок можно было, например, наблюдать БК - Хошимова Раима Хошимовна”, “БК - Выскребенцев Валерий Петрович”, - Нурмухамедов Муслимали Ширалиевич” и т. д. В перспективе в связи с имеющимися тенденциями развития частного предпринимательства роль граждан как профессиональных участников рынка ценных бумаг, очевидно, будет увеличиваться.

В целях защиты интересов эмитентов, инвесторов, самих инвестиционных институтов последние могут создавать объединения (ассоциации) инвестиционных институтов, работающие на принципах некоммерческих организаций.

В число аффилированных лиц входят все инвестиционные фонды, заключившие с данной управляющей компанией контракт об управлении. Участники инвестиционного фонда не могут быть учредителями и членами управляющей компании, а учредители управляющей компании, должностные лица, специалисты и их аффилированные лица не могут быть акционерами инвестиционного фонда. В состав наблюдательных советов инвестиционного фонда и управляющей компании не могут включаться должностные лица органов государственной власти и управления. Договор об управлении активами инвестиционного фонда с управляющей компанией заключает уполномоченный общим собранием акционеров председатель наблюдательного совета фонда. Наблюдательный совет может определять перечень сделок, заключаемых управляющей компанией, а также ограничения по характеру и объему сделок. Управляющая компания осуществляет свою деятельность от имени инвестиционного фонда, участвует в качестве акционера в общих собраниях акционеров предприятий, акции которых принадлежат фонду. Размер общего годового вознаграждения, получаемого управляющей компанией, не должен превышать 5 процентов от среднегодовой стоимости чистых активов инвестиционного фонда.

Учет первого выпуска акций фонда ведется в Центральном депозитарии, а последующих выпусков может осуществляться и в других депозитариях, имеющих с Центральным депозитарием корреспондентские отношения. Депозитарий учитывает и контролирует операции с ценными бумагами фонда, включая ограничения по обмену, приобретению и продаже ценных бумаг. По требованию депозитария его представитель может присутствовать на заседании наблюдательного совета фонда с правом совещательного голоса. Реестр акционеров инвестиционного фонда ведется депозитарием. Депозитарий не имеет права быть кредитором или гарантом фонда. Ежегодную проверку документации и отчетности фонда, управляющей компании и депозитария осуществляет независимый аудитор, назначаемый фондом.

### **Достижение снижения различных рисков.**

С целью минимизации различных видов рисков инвестиционному фонду законодательно запрещено заниматься некоторыми видами деятельности и осуществлять ряд операций, которые могут повлечь за собой финансовые потери. Так, например, инвестиционный фонд не имеет права:

- осуществлять иные виды инвестиций, кроме вложений в ценные бумаги, приобретать опционы, фьючерсы, выдавать любого рода гарантии и закладывать имущество;
- выпускать облигации, привилегированные акции и иные виды обязательств (долговые обязательства), собственники которых имеют преимущественное право на приобретение активов после ликвидации фонда по сравнению с владельцами простых акций;
- приобретать простые акции любого акционерного общества в случае, если после их приобретения аффилированным лицам инвестиционного фонда будет принадлежать более 10 процентов акций этого общества;
- инвестировать более 10 процентов своих чистых активов в ценные бумаги одного эмитента, за исключением государственных ценных бумаг;
- инвестировать средства в ценные бумаги аффилированных лиц самого фонда, вкладывать средства в долговые обязательства (за исключением государственных ценных бумаг);
- приобретать у своих аффилированных лиц либо продавать им ценные бумаги и другие активы, приобретать и иметь в своих активах акции иных инвестиционных фондов.

Существуют также и некоторые другие ограничения деятельности инвестиционных фондов, которые они должны неукоснительно соблюдать.

Прибыль инвестиционного фонда, остающаяся после уплаты налогов, обязательных платежей и выплаты вознаграждения управляющей компании и не направленная на приращение капитала, распределяется между акционерами фонда в виде дивидендов. Коэффициент соотношения собственного капитала и средств клиентов, а также максимальный размер риска для одного клиента инвестиционным фондам не установлен. Позитивным отличием акционерной формы является то, что каждый член трудового коллектива -

акционер предприятия наряду с заработной платой может получать дополнительный в виде дивиденда.

### **Виды акционерных обществ.**

Акционерные общества подразделяются на *открытые* и *закрытые*. Открытым акционерным обществом является общество, акционеры которого могут свободно распоряжаться принадлежащими им акциями без согласия других акционеров. Открытые акционерные общества могут осуществлять открытую подписку на выпускаемые ими акции и их свободную продажу. Открытые акционерные общества могут проводить и закрытую подписку на выпускаемые ими акции, когда возможность такой подписки не ограничена уставом. Минимальный состав учредителей открытого акционерного общества не ограничен. Не ограничено и число его акционеров.

Закрытым акционерным обществом считается общество, в котором акции распределяются только среди его учредителей или иного заранее определенного круга лиц. Такое общество не вправе проводить открытую подписку на выпускаемые им акции и предлагать их неограниченному кругу инвесторов. Число акционеров такого общества не может быть более пятидесяти. Если количество акционеров закрытого акционерного общества превышает установленное число, то в течение шести месяцев оно должно быть преобразовано в открытое акционерное общество. Акционеры закрытого акционерного общества имеют право первенства в приобретении акций, продаваемых другими акционерами этого общества по ценам предложения перед сторонними инвесторами. Закрытое акционерное общество может само приобрести продаваемые акционерами акции, но только в том случае, если это предусмотрено уставом. Однако срок реализации преимущественного права не может быть меньше 30 и больше 60 дней с момента предложения акций на продажу. Количество учредителей закрытого акционерного общества не может быть менее трех лиц.

### **Уставный фонд.**

Уставный фонд акционерного общества должен быть разделен на определенное число акций одинаковой номинальной стоимости. Уставный фонд определяет минимальный размер имущества, гарантирующего интересы его кредиторов. Минимальный размер уставного фонда открытого акционерного общества должен составлять не менее пятисоткратной суммы минимальной заработной платы, а закрытого акционерного общества - не менее двухсоткратной суммы, минимальной заработной платы. В случае изменения суммы минимальной, заработной платы в установленном законодательством порядке уставный фонд акционерного общества должен быть приведен в течение одного года в соответствие с установленным законодательством размером. В процессе деятельности акционерной компании ее уставный фонд может увеличиваться или уменьшаться. Решение об увеличении или уменьшении уставного фонда акционерного общества принимается общим собранием акционеров или, если это оговорено в уставе наблюдательным советом.

Уставный фонд акционерного общества увеличивается за счет роста номинальной стоимости акций или выпуска и размещения дополнительных акций.

Дополнительные акции могут быть размещены обществом только в пределах количества объявленных акций, установленного уставом общества. Уставный фонд акционерного общества может быть уменьшен за счет снижения номинальной стоимости акций или сокращения их общего количества, в том числе и за счет приобретения части акций обществом с последующим их погашением. Однако общество не вправе уменьшать уставный фонд, если это приведет к несоответствию его величины минимальным размерам, установленным законодательством. Принимая решение об уменьшении уставного фонда акционерное общество в 30-дневный срок должно поставить в известность об этом уменьшении своих кредиторов, которые, в свою очередь, в течение 30 дней с даты направления им уведомления могут потребовать от общества досрочного исполнения его обязательств и возмещения связанных с этим убытков.

В акционерном обществе может быть создан *резервный фонд* в размере не менее 15 процентов от величины уставного фонда. Резервный фонд формируется за счет обязательных ежегодных отчислений от чистой прибыли общества до достижения размера, установленного уставом. Размер ежегодных отчислений не может быть менее 5 процентов от чистой прибыли общества.

Резервный фонд предназначен для покрытия убытков акционерного общества, погашения облигаций, выплаты процентов по привилегированным акциям и выкупа акций по требованию акционеров, имеющих на это право, а также для других целей, предусмотренных уставом.

Если по окончании второго и каждого последующего финансового года в соответствии с годовым бухгалтерским балансом, предложенным для утверждения акционерам общества, или результатами аудиторской проверки стоимость чистых активов общества окажется меньше его уставного фонда, общество обязано объявить о его уменьшении до величины, не превышающей стоимости его чистых активов, а если стоимость чистых активов окажется меньше величины минимального уставного фонда, установленного для соответствующего вида общества, оно обязано принять решение о своей ликвидации.

### **Акции.**

Акции, выпускаемые акционерным обществом различаются по видам и типам (категориям). Виды акций: именные и на предъявителя. Типы (категории) акций: простые (обыкновенные) и привилегированные. Владельцем именной акции признается только то лицо, которое указано на бланке акции и занесено в книгу регистрации акционеров общества.

Владельцем акции на предъявителя является ее держатель. Такие акции передаются в собственность другим лицам без занесения в книгу регистрации акционеров. Акции закрытого акционерного общества могут быть только именными. Акция неделима.

Уставом акционерного общества определяются количество и номинальная стоимость акций, приобретенных акционерами (размещенные акции), а также акций, которые акционерное общество вправе разместить дополнительно к размещенным акциям (объявленные акции). Условия и порядок размещения

объявленных акций должны быть определены уставом, в противном случае общество не вправе размещать такие акции.

Каждая обыкновенная акция предоставляет акционеру одинаковый объем прав. Владельцы обыкновенных акций имеют право участвовать в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции, имеют право получать дивиденды, а в случае ликвидации акционерного общества - право на получение части его имущества.

Акционеры - владельцы привилегированных акций - не имеют права голоса на общем собрании акционеров. Однако уставом акционерного общества может быть установлено и обратное. Привилегированные акции должны иметь одинаковую с обыкновенными акциями номинальную стоимость. В уставе акционерного общества должны быть определены размер дивиденда по привилегированным акциям и ликвидационную стоимость по ним, которые могут быть установлены в абсолютной сумме или в процентах к номиналу. Уставом может быть предусмотрен порядок определения дивиденда и ликвидационная стоимость привилегированных акций. Если же по этим акциям размер дивидендов или порядок их определения не установлены их владельцы могут получать дивиденды по величине, равной дивидендам по обыкновенным акциям. Важной особенностью привилегированных акций Узбекистана является то, что их владельцы могут участвовать с правом голоса на общих собраниях, когда решается вопрос о реорганизации или ликвидации общества.

Акционерные общества одновременно могут выпускать привилегированные акции нескольких типов. Законодательством определена конкретная разновидность привилегированных акций - кумулятивных, по которым невыплаченный или неполностью выплаченный дивиденд, размер которого определен в уставе АО, может накапливаться и выплачиваться впоследствии.

Кроме того, акционерное общество может выпускать в обращение ценные бумаги, которые через некоторое время могут быть конвертированы в обыкновенные акции (конвертируемые ценные бумаги).

Привилегированная акция может предоставлять владельцу несколько голосов. В этом случае при определении количества голосующих акций каждый голос такой привилегированной акции учитывается как отдельная голосующая акция.

Помимо вышеупомянутых, акционеры имеют также и другие права, например, на включение их в реестр акционеров соответствующего акционерного общества, получение выписки в отношении себя из реестра акционеров акционерного общества, на получение полной и достоверной информации о результатах финансово-хозяйственной деятельности акционерного общества, свободное распоряжение полученным дивидендом, защиту своих прав в уполномоченных государством органах и в суде, возмещение убытков от некомпетентных и недобросовестных действий инвестиционных институтов и эмитентов, страхование рисков, связанных с возможными убытками или потерями части прибыли при приобретении ценных бумаг, и др.

Акционерное общество несет ответственность по своим обязательствам всем принадлежащим ему имуществом. Если происходит его ликвидация, оно несет ответственность перед инвесторами за сохранность их средств в пределах, не ниже номинальной стоимости находящихся у них ценных бумаг. Акционеры не отвечают по обязательствам общества. Они несут риск убытков только в пределах стоимости принадлежащих им акций. В свою очередь, акционерное общество не должно отвечать по обязательствам своих акционеров. Если несостоятельность акционерного общества (например, его банкротство) вызвана действиями его акционеров или других лиц, имеющих право давать обязательные для общества указания, то на таких акционеров и лиц может быть возложена субсидиарная ответственность по этим обязательствам.

Акционерное общество создается без ограничения срока, однако в уставе этот срок может быть предусмотрен.

В случае ликвидации акционерного общества назначается специальная ликвидационная комиссия, которая производит комплекс организационных мероприятий по ликвидации предприятия - таких, как помещение объявления о ликвидации в печати, принятие мер к выявлению кредиторов и получению дебиторской задолженности, составление ликвидационного баланса и пр. Оставшееся после завершения расчетов с кредиторами имущество ликвидируемого общества распределяется ликвидационной комиссией между партнерами в следующей очередности:

в первую очередь осуществляют выплаты по акциям, которые должны были быть выкуплены акционерным обществом по желанию акционеров;

во вторую очередь осуществляют выплаты начисленных, но не выплаченных дивидендов по привилегированным акциям и определенной уставом общества ликвидационной стоимости по привилегированным акциям;

в третью очередь осуществляется распределение имущества ликвидируемого акционерного общества между акционерами владельцами простых акций и всех типов привилегированных акций. Распределение имущества каждой очереди осуществляет после полного распределения имущества предыдущей очереди.

Если имеющегося у общества имущества недостаточно для выплаты начисленных, но не выплаченных дивидендов и определенной уставом общества ликвидационной стоимости всем акционерам - владельцам привилегированных акций одного типа, то имущество распределяется между акционерами - владельцами этого типа привилегированных акций пропорционально количеству принадлежащих им акций этого типа.

Акционерное общество может выкупать у акционеров свои акции с целью последующей перепродажи (или аннулирования). Однако в этом случае в течение года оно должно реализовать их. В этот период распределение дивидендов, а также голосование и определение кворума на общем собрании акционеров проводятся без учета приобретенных собственных акций. Свои акции акционерное общество может приобрести самостоятельно либо через инвестиционного посредника.



Акционерное общество может быть образовано как вновь создаваемое либо путем реорганизации существующего юридического лица при слиянии, присоединении, разделении, выделении, преобразовании.

### **Ключевые слова:**

*Эмитенты ценных бумаг. Эмиссия. открыта, закрытая формы. Совместные предприятия. Местные органы власти. Инвесторы. Частные инвесторы. Типы инвесторов. Консервативный тип. Умеренно-агрессивный. Агрессивный тип. Опытный инвестор. Тип игроков. Холдинги. Иностранные инвесторы. Институты. Уставный фонд. Риски. Акции.*

### **Вопросы для самоконтроля:**

1. Что такое эмитенты ценных бумаг?
2. В каких формах осуществляется эмиссия?
3. Кто может являться инвестором?
4. Каковы отличия инвесторов?
5. Каким образом инвесторы могут приобретать ценные бумаги?
6. Институциональные инвесторы?
7. Какие инвестиционные институты Вы знаете? Опишите.
8. Каковы достижения различных рисков? Как риски влияют на развитие рынков ценных бумаг и на экономику в целом?
9. Какие виды акционерных обществ Вы знаете?
10. Какие виды акций существуют при данных акционерных обществах?

## **ГЛАВА 3. РАЗНОВИДНОСТИ ЦЕННЫХ БУМАГ**

### **3.1. ДИВИДЕНДЫ. ПОРЯДОК ИХ ОПРЕДЕЛЕНИЯ, НАЧИСЛЕНИЯ И ВЫПЛАТЫ**

*Дивиденд - это часть прибыли, остающейся в распоряжении акционерного общества после уплаты налогов и обязательных платежей, осуществления, реинвестиций, подлежащая распределению среди акционеров.* Акционерное общество обязано выплатить объявленные по каждому виду акций дивиденды денежными средствами либо имуществом. Дивиденды распределяются между акционерами пропорционально числу и виду принадлежащих им акций. Акционерное общество может выплачивать промежуточные дивиденды (ежеквартально, раз в полгода) или годовые. Промежуточные дивиденды

выплачиваются только в том случае, если их выплата не влечет за собой существенного ухудшения финансово - хозяйственного состояния компании. Решение о выплате промежуточных дивидендов принимается наблюдательным советом.

Решение о выплате годовых дивидендов принимается общим собранием по рекомендации наблюдательного совета акционерного общества. При этом размер годовых дивидендов не должен быть больше рекомендованного наблюдательным советом размера и меньше выплаченных промежуточных дивидендов. Акционерная компания может принять решение о невыплате дивидендов или выплате дивидендов по привилегированным акциям в неполном размере, если даже их размер зафиксирован в уставе.

Источник выплаты дивидендов - чистая прибыль компании за текущий год. Дивиденды по привилегированным акциям могут выплачиваться за счет специально формируемого для этого резервного фонда. Дата выплаты годовых дивидендов определяется уставом акционерного общества или общим собранием акционеров компании, однако не может быть установлена позднее 31 декабря года, следующего за годом, по результатам которого начислены дивиденды. Дата выплаты промежуточных дивидендов определяется решением наблюдательного совета, однако она не может быть установлена ранее 30 дней со дня принятия такого решения.

Дивиденды выплачиваются в соответствии со специальным списком акционеров, который составляется наблюдательным советом. Если выплачиваются промежуточные дивиденды, то в список лиц, имеющих право на их получение, входят акционеры, включенные в реестр владельцев ценных бумаг не позднее чем за 30 дней до даты принятия наблюдательным советом решения о такой выплате. В случае выплаты годовых дивидендов в список акционеров, которым они должны быть выплачены, включаются держатели акций, внесенные в реестр акционеров общества на день составления списков имеющих право участвовать в годовом общем собрании. Вначале выплачиваются дивиденды по привилегированным акциям, а затем - по простым. Если в обществе имеется прибыль, достаточная для выплаты дивидендов владельцам привилегированных акций, оно обязано их выплатить. В противном случае владельцы привилегированных акций имеют право потребовать выплаты дивидендов через суд. Если же прибыли недостаточно либо имеет место убыточная деятельность общества, дивиденды могут быть выплачены только за счет и в пределах резервного фонда.

Акционеры-нерезиденты Республики Узбекистан имеют право на конвертацию полученных ими дивидендов в свободно конвертируемую валюту по курсовой стоимости на дату начисления, которая должна проводиться уполномоченным на это государством органом. Основанием для такой конвертации служат заверенные эмитентом выписка из реестра акционеров и справка бухгалтерии акционерного общества о сумме выплаченных дивидендов и дате их начисления.

На дивиденд имеют право инвесторы, зафиксированные в реестре акционеров на момент его закрытия. Реестр закрывается за 30 дней до официально объявленной даты общего собрания акционеров.

В случае невыплаты акционерным обществом дивидендов в установленные общим собранием акционеров сроки по невыплаченным или недополученным дивидендам начисляется пеня в соответствии со средневзвешенными ставками рефинансирования Центрального банка. Акционеры вправе требовать выплаты объявленных, но не выплаченных обществом дивидендов через суд. В случае отказа в выплате объявленных дивидендов к обществу может быть применена процедура устранения неплатежеспособности (санации) или даже банкротства. Государственный орган по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг может установить опеку над акционерным обществом, имеющим долги перед своими акционерами в виде невыплаченных дивидендов, с целью его санирования.

Акционерное общество не вправе принимать решение о выплате дивидендов в следующих случаях:

- неполной оплаты уставного фонда;
- если на момент выплаты дивидендов имеются признаки его банкротства или выплаты дивидендов может привести к появлению таких признаков;
- если стоимость чистых активов общества меньше суммы его уставного и резервного фонда.

Открытое акционерное общество должно опубликовать данные о размере выплачиваемых дивидендов в средствах массовой информации.

Размер дивидендов заранее не устанавливается, а зависит от результатов производственно-хозяйственной деятельности предприятия за истекший период, за исключением привилегированных акций, по которым дивиденды выплачиваются в виде заранее установленного процента к номинальной стоимости акции. В случае достаточности суммы прибыли дивиденды по привилегированным акциям выплачиваются за счет резервного фонда. Если по итогам года размер дивидендов по привилегированным акциям окажется ниже, чем по простым акциям, то выплата по привилегированным акциям может производиться по более высоким процентам.

По решению общего собрания акционеров дивиденды могут быть выплачены в виде товаров, в виде ценных бумаг, приобретенных у других акционерных обществ, предприятий других форм собственности.

При выплате дивидендов по акциям частных лиц или членов трудового коллектива удерживается подоходный налог в соответствии с налоговым законодательством республики. Акционерная компания объявляет размер выплаты дивидендов без учета налогов с них. Государство в целях стимулирования развития рынка ценных бумаг может устанавливать временные льготы по налогообложению дивидендов. Так, в соответствии с Указом Президента Республики Узбекистан от 7 сентября 1995 года юридические и физические лица - владельцы акций - на три года были освобождены от налогов на дивиденды начиная с 1 июля 1995 года. Сумма начисленных на государственный пакет акций дивидендов облагается налогом у источника выплаты по ставке 15 процентов, то есть плательщиком налога является компания. Перечисление налога в бюджет

юридическими лицами осуществляется не позднее 5 дней после окончания месяца, в котором была произведена выплата. С 1 января 1998года 50 процентов доходов, получаемых в виде дивидендов по пакетам акций, принадлежащих государству, направляются в государственный бюджет.

Дивиденды, не востребованные владельцем акции или его наследником в установленные сроки, по истечении срока исковой давности остаются в распоряжении предприятия.

### **3.2. ПРОГНОЗИРОВАНИЕ КУРСА АКЦИЙ**

Бытует мнение, что прогнозировать падение или увеличение курса акций практически невозможно. Действительно, попытки предугадать скачки по изменению стоимости акций очень сложно. Эти трудности возникают главным образом тогда, когда крупные финансовые компании умышленно играют на понижении или повышении курса с целью спекулятивного выигрыша.

Существуют и непредвиденные форс-мажорные обстоятельства, катаклизмы, которые могут внести панику в биржевую жизнь. И все-таки динамика курса акций подчиняется определенным правилам и тенденциям, которые можно и нужно принимать в расчет тем, кто профессионально работает на рынке ценных бумаг. Разберем основные факторы, влияющие на котировку и реальную стоимость акций.

Анализ статистических данных показывает, что меньше подвержены резким изменениям акции предприятий, производство которых образовано на местном сырье и материалах. В этом случае функционерам фондовой бирже можно рекомендовать обратить внимание на угол подъема. Чем больше угол, тем динамичнее растет стоимость акций. Причем в кратковременном промежутке времени для прямой, построенной для отрасли или предприятия, могут быть колебания и рынки. Но практика показывает, что на более длительном промежутке времени угол подъема относительно стабилен. Следовательно, построив несколько прямых, основанных на эмпирических сведениях в относительно большом временном промежутке, можно наглядно получить ответ, акции каких предприятий следует приобретать.

Существенное влияние на изменение спроса на акции определенных предприятий оказывает сезонность. Банковские данные акционерных обществ значительно меняют картину в зависимости от сезона. Например, для сельхозпредприятий это связано с периодом выращивания, т.е. затратным периодом реализации продукции, т.е. доходный совершенно очевидно, что в период выращивания урожая трудно уверенно сказать, какой будет финансовый результат деятельности. И конечно, на этот вопрос легко ответить, когда продукция получена и реализуется.

### **Ключевые слова:**

*Дивиденды, акционерные общества. Источники выплаты дивидендов. Порядок выплаты дивидендов. Срок выплаты. Акционеры-нерезиденты. Реестр. Выплата. Размер дивидендов. Прогнозирование. Анализ. Статистические данные. Банковские данные.*

### **Вопросы для самоконтроля:**

1. Что такое дивиденды?
2. Как и когда выплачиваются дивиденды?
3. Каковы источники выплаты дивидендов?
4. Каков срок выплаты дивидендов?
5. В каких случаях акционерное общество не имеет право или не может выплачивать дивиденды?
6. В каких видах могут выплачиваться дивиденды?
7. Как прогнозируется курс акций?
8. Кто занимается прогнозированием акций?
9. Как регулируется спрос акций, и можно ли его вообще регулировать?

## **3.3. ОСНОВЫ ФИНАНСОВОГО АНАЛИЗА ЭМИТЕНТОВ**

Во многих странах с развитой рыночной экономикой анализ рынка ценных бумаг является самостоятельной научной дисциплиной. Существует несколько школ этого анализа, применяющих различные подходы. Однако наиболее представительными являются фундаментальная школа анализа (Грэхем и Дода) и техническая школа.

Сторонники школы фундаментального анализа строят свои исследования на тщательном изучении бухгалтерских балансов, финансовой отчетности, раскрываемой эмитентами ценных бумаг. На основе досконального изучения таких показателей деятельности предприятия, как доходы, объемы продаж, активы, пассивы, рентабельность, менеджмент, а также параллельного анализа состояния рынков, на котором данная компания пытается утвердиться, делается главный вывод - завышена или занижена цена акций компании по сравнению с их "внутренней" или "действительной" стоимостью. Целью такого анализа является выявление "недооцененных" рынком ценных бумаг. На основании этих выводов инвесторы могут принимать решения о покупке, продаже или временном удержании тех или иных ценных бумаг.

Школа технического анализа строит свою теорию на утверждении о том, что в биржевых курсах уже отражены все те сведения, которые впоследствии

публикуются в отчетах компаний и становятся объектом, по существу, утратившего смысл фундаментального анализа. Главным объектом изучения сторонников данной школы является анализ спроса и предложения ценных бумаг, то есть изучение рынка ценных бумаг как такового, в отрыве от воздействующих на него экономических, политических и психологических факторов. При этом строятся специальные модели движения цен. Таким образом устанавливается не ценность ценных бумаг определенной компании, а общие тенденции на рынке и, исходя из этого, рекомендуется принятие того или иного решения.

В странах СНГ, а также в Узбекистане аналитиками рынка ценных бумаг чаще всего используются элементы фундаментального анализа. Причем цели его проведения самые различные. Это и разработка мероприятий по улучшению финансового положения предприятия, и построения новой стратегии управления активами в будущем периоде, и определение привлекательности вложений в акции или другие ценные бумаги того или иного эмитента. Эти исследования проводят не только инвестиционные консультанты, но и бухгалтеры, экономисты предприятий, аудиторы и т.п. В ходе анализа финансового положения предприятия изучается динамика уровня платежеспособности, ликвидности, деловой и рыночной активности.

В рамках осуществления фундаментального анализа большое значение имеет проведение анализа финансового состояния предприятия. Этот анализ проводится по различным методикам, каждая из которых имеет свои позитивные стороны и недостатки. Известна, например, методика анализа финансового состояния предприятия приведенная в утвержденных 17 апреля 1997 г. правительственной комиссией Республики Узбекистан по вопросам банкротства и санации предприятий “Методических рекомендациях по финансовому анализу предприятия”, предназначенная для выявления причин неплатежеспособности хозяйствующего субъекта и неудовлетворительной структуры баланса. Результаты анализа позволяют оценить текущее финансовое состояние и деятельность предприятия за предшествующий период и выявить возможности на будущее. Методикой установлены параметры для принятия решения о несостоятельности. Данную методику с некоторыми условностями можно использовать при проведении фундаментального анализа и определения инвестиционной привлекательности компаний.

Существует методика, используемая в компьютерной программе разработанная рейтинговой компанией “Рейтинг - финансы”, количество показателей в которой исчисляется несколькими десятками. Данная методика применяется в отдельных ассоциациях для определения внутреннего рейтинга компаний по ассоциации, а также изучения слабых мест предприятий отрасли с целью принятия мер по их финансовому оздоровлению.

Следует отметить, что для определения инвестиционной привлекательности вовсе не обязательно осуществлять по каждой компании “глобальные” исследования и рассчитывать достаточно большое количество экономических коэффициентов. Опыт неправительственного агентства “Консалаудитинформ” свидетельствует о том, что для выяснения общего финансового положения предприятия достаточно определиться по “главным” коэффициентам, после чего

становится ясно: привлекательно ли, с инвестиционной точки зрения, данное предприятие или нет. В этих целях, например, Агентство “Консалаудитинформ” при осуществлении финансового анализа акционерных обществ использует собственную систему показателей, наиболее полно отражающую состояние предприятия в динамике за тот или иной период. Если этот анализ дает неплохие результаты, то исследование можно продолжить уже по углубленной, более детальной методике с тем, чтобы выяснить возможные, скрытые на первый взгляд, «подводные камни».

Исходными материалами для проведения анализа служат показатели документов бухгалтерской и финансовой отчетности, представляемые предприятиями в налоговую инспекцию ежеквартально и ежегодно: баланс (форма №1), отчет о финансовых результатах (форма №2), справка о дебиторской и кредиторской задолженностях (форма №2а) и расшифровки к ней, отчет о денежных потоках предприятия (форма №3), отчет о движении основных средств (форма №4), отчет о собственном капитале (форма №5), формы статистической отчетности, а также отчеты по формам 2 ЦБ (годовая) и 1 ЦБ (квартальная), представляемые в орган по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг, финансовое состояние предприятия.

### **Сущность финансового состояния предприятия и принципы проведения финансового анализа**

*Финансовое состояние предприятия - это комплексное понятие, которое характеризуется системой показателей, отражающих наличие, размещение и использование его финансовых ресурсов.* Финансовое состояние является результатом взаимодействия всех элементов системы финансовых отношений предприятия и поэтому определяется всей совокупностью производственно-хозяйственных факторов.

*Финансовый анализ предприятия - это анализ форм финансовой отчетности предприятия на основе системы финансовых показателей.*

Финансовый анализ, проводимый в виде накопления, трансформации и использования информации финансового характера, имеет следующие цели:

- идентификацию и оценку финансового состояния предприятия в пространственно-временном разрезе;
- выявление основных факторов, вызвавших те или иные изменения в финансовом состоянии;
- оценку возможных темпов развития предприятия с позиции их финансового обеспечения;
- выявление доступных источников средств и оценку целесообразности их мобилизации;
- прогноз положения предприятия, при выборе той или иной политики финансово-хозяйственной деятельности и движения финансовых потоков и т.д.

Основные виды финансового анализа:

- горизонтальный анализ;
- вертикальный;
- трендовый;
- анализ относительных показателей (коэффициентов);
- сравнительный (пространственный);
- факторный.

Кроме того, различают внешний и внутрихозяйственный финансовый анализ. *Внешний* анализ ориентируется на открытую публичную отчетность и максимальную открытость результатов анализа для внешних пользователей (акционеров, инвесторов, конкурентов и т.п.). *Внутрихозяйственный* анализ использует полные данные бухгалтерского учета и отчетности и проводится только для внутренних нужд предприятия.

### **Оценка ценных бумаг эмитента на основе анализа его финансового состояния.**

Данная методика предназначена для предпринимательских структур, занимающихся операциями с ценными бумагами на фондовом рынке республики, а также для интересов и частных лиц, заинтересованных в покупке ценных бумаг эмитентов.

Тщательное изучение данных финансового отчета позволяет определить приблизительную картину экономического состояния предприятия-эмитента и принять соответствующее решение, т.к. более точную оценку может дать только аудиторская проверка финансово-хозяйственной деятельности эмитента.

Для анализа финансового состояния эмитента необходимо проанализировать следующие экономические показатели:

- степень изношенности основных фондов;
- коэффициент оборачиваемости оборотных средств;
- рентабельность производственных фондов;
- коэффициент финансовой устойчивости;
- коэффициент абсолютной ликвидности эмитента;
- темпы прироста реальных активов;
- темпы изменения прибыли;
- величина работающего капитала;
- коэффициент ликвидности баланса;
- коэффициент покрытия баланса.

Показатель степени изношенности основных фондов эмитента определяется по следующей формуле:

$$I_{оф} = I * 100 / ОФ, \text{ где}$$

$I_{оф}$  - относительный износ основных фондов, в %,



И - фактический износ основных фондов, сумов;

ОФ - балансовая стоимость основных фондов, сумов.

Данный показатель отражает состояние и степень изношенности основных фондов (имущества) предприятия - эмитента.

Коэффициент оборачиваемости оборотных средств определяется по следующей формуле:

$$K_{об} = \frac{V_p}{\frac{Об_n + Об_k}{2}}$$

$K_{об}$  - коэффициент оборачиваемости оборотных средств;

$V_p$  - выручка реализации за отчетный период;

$Об$  - средняя стоимость остатков оборотных средств;

$Об_n$  - стоимость остатков оборотных средств на начало отчетного периода;

$Об_k$  - стоимость остатков оборотных средств на конец отчетного периода;

Этот коэффициент показывает, насколько эффективно используются оборотные средства предприятия, а также используется для анализа финансовой устойчивости и абсолютной ликвидности эмитента.

Рентабельность основных фондов определяется по следующей формуле:

$$R_{ф} = \frac{Пб}{\frac{\Phi + Об}{2}} \times 100\%, \quad \text{где} \quad \Phi = \frac{Оф_k + Оф_n}{2}$$

$R_{ф}$  - рентабельность производственных фондов;

$Пб$  - балансовая прибыль;

$\Phi$  - среднегодовая стоимость основных фондов;

$Оф_n$  - стоимость основных фондов на начало отчетного периода;

$Оф_k$  - стоимость основных фондов на конец отчетного периода.

Данный коэффициент показывает эффективность использования основных и оборотных фондов предприятия в отчетном периоде.

Коэффициент финансовой устойчивости определяется по следующей формуле:

$$I = \frac{K + Z}{C}$$

$I$  - коэффициент финансовой устойчивости;

$K$  - кредиты и заемные средства;

$Z$  - кредиторская задолженность и прочие пассивы;

$C$  - собственные средства.

Этот коэффициент представляет собой соотношение между собственными и заемными средствами. При превышении собственных средств над заемными

предприятие считается финансово устойчивым и относительно не зависит от внешних источников финансирования.

Коэффициент абсолютной ликвидности предприятия-эмитента определяется по следующей формуле:

$$K_{л} = \frac{K_{с} + P_{с} + ЦБ}{K_{р} + C_{р} + З}, \text{ где}$$

$K_{л}$  - коэффициент абсолютной ликвидности эмитента;

$K_{с}$  - касса и прочие денежные средства;

$P_{с}$  - расчетные счета в банке;

ЦБ - ценные бумаги и краткосрочные вложения;

$K_{р}$  - краткосрочные кредиты и заемные средства;

$C_{р}$  - среднесрочные кредиты и ссуды.

Данный коэффициент характеризует возможность эмитента мобилизовать денежные средства для покрытия краткосрочной и среднесрочной задолженности.

Темп прироста реальных активов эмитента определяется по следующей формуле;

$$P_{а} = \frac{A(T) + B(T) + Д(T)}{(T-1) + B(T-1) + д(T-1)} \times 100\%$$

$P_{а}$  - темп прироста реальных активов;

$A$  - основные средства и вложения без учета износа, торговой наценки по нереализованным товарам, нематериальных активов, использованной прибыли;

$T$  - анализируемый год;

$B$  - запасы и затраты;

$Д$  - денежные средства, расчеты и прочие активы без учета использованных заемных средств.

Данный коэффициент представляет собой соотношение активов анализируемого и предыдущего годов, характеризует темп наращивания имущества эмитента.

Темп изменения прибыли определяется по следующей формуле:

$$T\% = \frac{(Пб(T) - 1) \times 100\%}{Пб(T) - 1}$$

где ИП - темп прироста прибыли;

$Пб(T)$  - балансовая прибыль в анализируемом году.

Он характеризует темпы наращивания прибыли эмитента в отчетном периоде по сравнению с предыдущим годом.

Величина работающего капитала характеризует маневренность и динамичность работы эмитента. Способность эмитента платить по обязательствам,

расширяться и рисковать определяется именно величиной рабочего капитала. Постоянный рост величины рабочего капитала говорит о росте и дальнейшем развитии предприятия - эмитента. Но для оценки стабильности предприятия-эмитента этого недостаточно, то есть необходимо произвести оценку с помощью коэффициентов ликвидности и покрытия.

Коэффициент ликвидности баланса определяется по формуле:

$$K_{лб} = \frac{\text{Денежные средства} + \text{дебиторская задолженность} + \text{Товары}}{\text{Краткосрочные обязательства}}$$

Ориентировочно этот коэффициент должен быть в диапазоне 0,5-0,8, то есть на каждый сумм краткосрочных обязательств должно приходиться не менее 50 тийинов денежных средств, дебиторской задолженности и товаров отгруженных. Чем ниже коэффициент ликвидности баланса, тем ниже кредитоспособность эмитента. Но надо также отметить, что слишком высокое значение этого показателя (>1) будет свидетельствовать о недостаточно высокой эффективности использования денежных и приравненных к ним ресурсов.

Коэффициент покрытия баланса определяется по следующей формуле:

$$K_{пб} = \frac{\text{Сумма ликвидности}}{\text{Краткосрочные обязательства}}$$

Краткосрочные обязательства

Значение данного показателя должно иметь норму от 2 до 1. Этот коэффициент дает возможность установить, имеется ли возможность у эмитента покрыть сумму краткосрочных обязательств, а также показывает степень устойчивости структуры баланса и способности эмитента быстро погашать краткосрочные обязательства. В сумму ликвидных активов включают все оборотные средства, в том числе и материальные.

Для предприятий промышленности в Узбекистане характерно сочетание низких значений коэффициента  $K_{пб}$  с высоким значением  $K_{лб}$  из-за того, что предприятия имеют излишние материальные запасы готовой продукции и т.д. Необоснованность этих затрат приводит к нехватке денежных средств. Поэтому даже при высоком значении  $K_{лб}$  необходимо выявить состояние и динамику его составляющих.

Также следует рассчитать еще ряд показателей, которые помогут обрисовать полную и реальную картину финансового состояния предприятия - эмитента. Для этого необходимо провести сравнение нескольких отчетных периодов по следующим экономическим показателям:

а) показатель прибыли на один сумм реализованной продукции, который определяется как отношение балансовой прибыли к результатам реализации;

б) показатель эффективности, который характеризует способность эмитента извлекать максимум прибыли из производственно-хозяйственной деятельности предприятия. Повышающая тенденция в динамике этого показателя свидетельствует о хорошем внутреннем контроле за деятельностью и хорошем контроле за текущими расходами на предприятии.

Эффективность = Балансовая прибыль/Выручка от реализации продукции

в) общая рентабельность производства, рассчитываемая как отношение балансовой прибыли к сумме среднегодовых стоимостей основных средств (основных производственных фондов) и материальных оборотных средств (запасов и затрат);

г) показатель доли чистой прибыли, который характеризует способность эмитента генерировать чистую прибыль из общего объема реализованной прибыли. Ведь чем больше эта величина, тем больше дивидендов получают акционеры и тем быстрее окупят инвесторы вложенные в акции эмитента средства.

Эффективность = Балансовая прибыль/Выручка от реализации продукции

Помимо этого, большую роль для оценки финансового состояния играет анализ дефицитности и конкурентоспособности предприятия-эмитента. В совокупности анализ вышеприведенных показателей позволит инвестору остановить свой выбор на ценных бумагах, вложения в которые наиболее эффективны.

### **Коэффициенты рыночной активности как оценка положения предприятия на рынке ценных бумаг**

Существуют две основные цели инвестирования в ценные бумаги:

получение текущего дохода (дивиденда) и накопление (капитализирование и рефинансирование) средств, вследствие увеличения курсовой стоимости акций или выпуска новых акций в обращение. Эти две цели в известной степени противоречат друг другу: при прочих равных условиях чем большая часть прибыли расходуется на выплату дивидендов, тем меньше средств может быть реинвестировано (вложено на дальнейшее развитие) в предприятие, тем медленнее темпы его роста и тем проблематичнее рост курсовой стоимости его акций.

Инвесторы обычно выбирают предприятие, дивидендная политика которого в наибольшей степени соответствует целям их инвестирования. Поэтому в самом общем случае изменение дивидендной политики может вызвать большее неудовольствие акционеров, чем низкий уровень дивидендов. Т.е., стабильность дивидендной политики является одним из наиболее важных факторов, влияющих на отношение инвесторов и акционеров к предприятию.

1. Прибыль на акцию - чистая прибыль/общее число акций - показывает, какая доля чистой прибыли приходится на одну акцию в обращение. Под акциями, в общем понимается разница между общим числом выпущенных акций и собственными акциями предприятия. Основной его недостаток - пространственная несопоставимость ввиду неодинаковой рыночной стоимости акций различных предприятий.
2. Ценность акции - рыночная цена акции/ прибыль на акцию - является одним из важнейших показателей, выражающих зависимость цены акции от доходов, получаемых предприятием. Оно необходимо для выяснения относительной ценности акции. Этот показатель служит индикатором спроса на акции данного предприятия поскольку показывает, как много

согласны платить инвесторы в данный момент на 1 сум прибыли на акцию.

3. Рентабельность акции - дивиденд на 1 акцию/рыночная цена акции - характеризует процент возврата на капитал, вложенный в акции предприятия. Это прямой эффект, есть и косвенный (доход или убыток), выражающийся в изменении рыночной цены акции предприятия.
4. Дивидендный выход - дивиденд на 1 акцию/прибыль на 1 акцию - это доля чистой прибыли, выплаченная акционером в виде дивидендов. Значение его зависит от инвестиционной политики предприятия. С ним тесно связан коэффициент реинвестирования прибыли, характеризующий его долю, направленную на развитие производственной деятельности. Сумма значений показателя дивидендного выхода и коэффициента реинвестирования прибыли равна 1.
5. Коэффициент котировки акции - рыночная цена акции/учетная цена акции - значение его больше 1 означает, что потенциальные акционеры, приобретая акцию, готовы дать за нее цену, превышающую бухгалтерскую оценку реального капитала, приходящегося на акцию в данный момент.
6. Коэффициент выплаты дивидендов - дивиденд на 1 акцию /чистая прибыль на 1 акцию.
7. Коэффициент доходности капитала - чистый доход акционеров/среднегодовая стоимость собственного (акционерного) капитала - предприятие может быть привлекательным для инвесторов, если этот показатель находится не ниже уровня 10-12%.
8. Учетная (балансовая) стоимость акции - чистые активы(собственный капитал)/число акций в обращении - отражает наиболее реальную стоимость акции по данным баланса, при этом учитывается, что общая стоимость предприятия равна его акционерному (собственному) капиталу.
9. Курс акции - дивиденд на 1 акцию/рыночная цена акции x ставка банковского процента по вкладам на 12 месяцев.
10. Коэффициент покрытия процентов - прибыль до выплаты налогов /процентные платежи - показывает, во сколько раз имеющиеся доходы предприятия превышают сумму процентных платежей, и свидетельствует о том, насколько эффективно использовались заемные средства, полученные предприятием, и достаточно ли высока прибыль для покрытия расходов по выплате процентов.

### **Коэффициенты платежеспособности.**

*Коэффициент автономии* определяется путем деления стр. баланса (форма №1) 390 на стр. 550. В данном случае величина собственного капитала относится к величине имеющегося капитала в целом. Рост коэффициента свидетельствует об увеличении финансовой независимости предприятия и снижении риска финансовых затруднений, повышает гарантии погашения предприятием своих обязательств и наоборот.

*Коэффициент соотношения заемных и собственных средств* определяется как частное от деления стр. (540-400-410) на стр. 390 баланса. Рост коэффициента отражает превышение величины заемных средств над собственными источниками их покрытия и оценивается отрицательно, поскольку указывает на снижение финансовой независимости предприятия и увеличение риска зависимости от заемных средств.

*Коэффициент маневренности* определяется как частное от деления стр. (390+400+410-110) на стр. 390 баланса. Увеличение коэффициента свидетельствует об улучшении финансового состояния предприятия.

*Коэффициент обеспеченности запасов и затрат собственными источниками* определяется как частное от деления стр. (390+400+410-110) на стр. (120+130+140+150+160) баланса. Если значение коэффициента ниже единицы, то формирование производственных запасов предприятия, осуществляется в основном за счет привлеченных средств.

*Коэффициент покрытия или платежеспособности* определяется как частное от деления стр. 300 на стр. (540-400-410). Рост коэффициента свидетельствует об усилении платежных возможностей предприятия при условии своевременных расчетов с дебиторами, нормальной реализации готовой продукции и продажи в случае необходимости прочих элементов материальных оборотных средств.

*Коэффициент ликвидности* определяется как частное от деления стр. (170+180+190+200+210+220+230+240+250+260+270+280+290) на стр. (540-400-410) баланса. Рост коэффициента указывает на усиление платежных возможностей предприятия при условии своевременного проведения расчетов с дебиторами.

*Коэффициент абсолютной ликвидности* определяется как частное от деления стр. (170+180+190+200+210) на стр. (540-400-410) баланса. Рост коэффициента свидетельствует об усилении способности предприятия оплачивать счета сразу по их предъявлению.

*Коэффициент реальной стоимости имущества производственного назначения* определяется как частное от деления стр. (012+120+130) на стр. 310 баланса.

### **Показатели, характеризующие уровень рентабельности компании.**

*Рентабельность продаж* определяется как частное от деления стр. 110 на стр. 010 отчета о финансовых результатах (форма 2). данный показатель указывает, сколько прибыли приходится на единицу реализованной продукции.

*Рентабельность всего капитала* определяется как частное от деления стр. 200 формы 2 на стр. 310 баланса. Показатель характеризует эффективность использования капитала компании в целом.

*Рентабельность основных средств и прочих внеоборотных активов* определяется как частное от деления стр. 200 формы №2 на стр. 110 формы №1. Данный показатель характеризует эффективность использования основных средств и прочих внеоборотных активов.

*Рентабельность собственного капитала* определяется частным от деления стр. 200 формы I 2 на стр. 390 баланса. Показывает размер полученной прибыли на 1 сум вложенного собственного капитала, характеризуя эффективность использования последнего.

*Рентабельность перманентного (первоначального) капитала* определяется путем деления стр. 200 формы 2 на стр. (390+400+410) баланса. Характеризует эффективность использования собственного капитала и заемных средств: размер полученной прибыли на 1 сум вложенных собственных средств и долгосрочных обязательств.

### **Показатели деловой активности компании.**

*Общая оборачиваемость капитала* определяется как частное от деления стр. 010 формы №2 на стр. 310 баланса. Показывает скорость оборота всего капитала предприятия. Рост показателя отражает ускорение кругооборота собственного капитала компании.

*Оборачиваемость собственного капитала* определяется как частное от деления стр. 010 формы №2 на стр. 390 баланса. Характеризует скорость оборота собственного капитала. Рост показателя указывает на ускорение кругооборота собственного капитала предприятия.

*Оборачиваемость мобильных средств* определяется как частное от деления стр. 010 формы №2 на стр. 300 баланса. Характеризует скорость оборота мобильных средств (оборотных активов).

*Оборачиваемость материальных оборотных средств* определяется путем деления стр. 010 формы №2 на стр. (120+130+140+150+160) баланса. Характеризует скорость оборота материальных оборотных средств. Снижение показателя свидетельствует об относительном увеличении производственных запасов и незавершенном производстве или о снижении спроса на готовую продукцию.

*Оборачиваемость готовой продукции* определяется путем деления стр. 010 формы №2 на стр. 140 баланса. Характеризует скорость оборота готовой продукции. Рост коэффициента указывает на увеличение спроса на продукцию предприятия, снижение - на затоваривание.

*Оборачиваемость дебиторской задолженности* определяется как частное от деления стр. 010 формы №2 на стр. (220 + 230 + 240 + 250 + 260 + 270 + 280 + 290) баланса. Показывает скорость оборота дебиторской задолженности. Рост показателя свидетельствует о расширении коммерческого кредита, предоставляемого предприятием, а снижение - на его сокращение.

Средний срок оборота дебиторской задолженности определяется путем умножения 365 (дн.) на стр. (220 + 230 + 240 + 250 + 260 + 270 + 280 + 290) баланса и деления на стр. 010 формы №2. Характеризует средний срок возврата коммерческого кредита предприятию.

*Оборачиваемость кредиторской задолженности* определяется путем деления стр. 010 формы №2 на стр. (450 + 460 + 470 + 480 + 490 + 500 + 510 + 520

+ 530) баланса. Характеризует скорость оборота кредиторской задолженности. Рост показателя означает расширение кредита, предоставляемого предприятию.

Средний срок оборота кредиторской задолженности определяется путем умножения 365 (дн.) на стр. (450 + 460 + 470 + 480 + 490 + 500 + 510 + 520 + 530) и последующего деления на стр. 010 формы I 2. Характеризует средний срок возврата коммерческого кредита предприятием.

*Фондоотдача основных средств и прочих внеоборотных активов* определяется путем деления стр. 010 формы №2 на стр. 110 баланса. Показывает эффективность использования основных средств и прочих внеоборотных активов, измеряемую величиной продаж, приходящуюся на единицу стоимости средств.

#### **Показатели рыночной активности компании.**

*Чистая прибыль в расчете на одну акцию* определяется путем умножения стр. 200 формы 2 на 1000 и последующего деления на количество выпущенных акций. Полученное значение показывает, сколько чистой прибыли приходится на одну акцию.

*Балансовая стоимость одной акции* определяется путем умножения стр. 390 баланса на 1000 и последующего деления на количество выпущенных акций. Показывает размер собственных средств, приходящихся на одну акцию.

Соотношение цена/доход определяется делением рыночной цены акции на чистую прибыль в расчете на одну акцию. Полученное значение показывает недисконтированный срок окупаемости инвестиций в акции предприятия.

### **3.4. ХАРАКТЕРИСТИКА ИНДЕКСОВ ЦЕННЫХ БУМАГ И ИХ ЗНАЧЕНИЕ**

Важным элементом индустрии рынка ценных бумаг являются индексы. В экономической литературе часто можно встретить понятие “average” (средний показатель), однако следует иметь в виду, что “average” и “index” - разные понятия. Индексы ценных бумаг по сравнению со средними показателями предполагают более конкретные и точные методы расчета изменения курсов ценных бумаг. Кроме того, в отличие от обычных средних показателей каждый индекс имеет свой базовый период. В различных странах выработаны свои особые методики исчисления тех или иных индексов, однако все они в той или иной мере являются индикаторами состояния экономики. Сами по себе значения рассчитанных абсолютных величин индексов участникам фондового рынка ничего не дают. Только при сопоставлении отдельных значений индексов с базовыми или с предыдущими величинами можно определить тенденции изменения ситуации на рынке. Если кривая индекса в динамике поднимается кверху - это свидетельствует об оживлении либо подъеме экономики государства, если, наоборот, наблюдается тенденция падения кривой индекса, - это явный признак спада производства или кризиса.

Расчет индексов осуществляется по ценным бумагам, обычно акциям, значительного количества компаний. Существуют несколько различных методов расчета индексов ценных бумаг, однако самым распространенным является



умножение числа выпущенных ценных бумаг (акций) каждой компании на их цену с последующим делением на общее количество ценных бумаг, отобранных для расчета, для устранения недостатков, присущих средним показателям, при расчете индексов используются точные статистические формулы. Индексы рассчитываются фондовыми биржами, инвестиционными институтами, специальными агентствами и издательствами, в том числе и государственными.

В последние годы в западных странах и США появилось огромное количество так называемых субиндексов - средних показателей, строящихся на основе отдельных видов ценных бумаг, финансовых инструментов, обращающихся на отдельных сегментах рынка (биржевом или внебиржевом), по отраслевому, территориальному признакам и т.п. Отдельные индексы используются в арбитражных сделках при операциях с опционами и фьючерсами. Технология индексных сделок основывается на том, что положительное или отрицательное изменение, величины индекса умножается на денежный коэффициент (в США для большинства индексов он равен 500 долл.). Полученная сумма выплачивается одной из участвующих сторон. Индексные фьючерсы и опционы заведомо не предполагают каких-либо поставок ценных бумаг, сделка закрывается только через оплату разницы, образовавшейся от движения индекса вверх или вниз. Причем у фьючерсов это происходит с помощью рыночной отметки, т.е. результат сделки выражается маржевыми позициями сторон к моменту окончания контракта. Индексные опционы в большей степени, чем фьючерсы, помогают проводить защитные и страхующие операции по отношению к диверсифицированным портфелям, когда общая ситуация на рынке становится нестабильной. По мнению ряда специалистов, подключение этих фьючерсов и опционов к любому портфелю не изменяет в среднем его доходность, но существенно понижает степень риска.

*Определение времени* покупки и времени продажи ценных бумаг (тайминг) является для профессионалов решающим фактором в вопросе о том, как сделать деньги на фондовой бирже. Оно базируется на изменениях, анализе и исследовании биржевых индикаторов. Индекс Доу-Джонса, несмотря на свою уникальность и известность, базируется только на акциях нескольких корпораций. Между тем в последнее время возникла настоятельная необходимость расчета и других индексов, формирующихся на более обширной базе.

### **Ключевые слова:**

*Анализ. «Внутренняя», «действительная» стоимости. «Рейтинг-финанс». «Глобальные» исследования. Баланс. Финансовое состояние предприятие. Финансовый анализ предприятия. Основные виды финансового анализа. Оценка ценных бумаг. Экономические показатели. Коэффициент оборачиваемости. Оборотные средства. Рентабельность. Коэффициент финансовой устойчивости. Коэффициент абсолютной ликвидности. Темп прироста реальных активов эмитента. Темп изменения прибыли. Коэффициент покрытия баланса. Коэффициент активности. Прибыль на акцию, ценность акции. Курс акции. Уровень рентабельности компании. Показатели рыночной активности. Расчет*

*индексов ценных бумаг. Субиндексы. Индекс Доу-Джонса. Промышленный индекс. Транспортный индекс. Коммунальный индекс. Совокупный индекс.*

### **Вопросы для самоконтроля:**

1. Что такое финансовый анализ, с какой целью его проводят?
2. Что значат «внутренняя» и «действительная» стоимость?
3. Что значит рейтинг-финанс?
4. Как проводится анализ финансового состояния предприятия?
5. Каковы основные виды финансового анализа?
6. Что означает коэффициент оборачиваемости оборотных средств?
7. Напишите и охарактеризуйте формулу рентабельности основных фондов.
8. Напишите и охарактеризуйте формулу коэффициента финансовой устойчивости.
9. Напишите и охарактеризуйте формулу коэффициента абсолютной ликвидности предприятия.
10. Как рассчитывается темп прироста реальных активов эмитента?
11. Какова формула коэффициента покрытия баланса?
12. Опишите остальные формулы и коэффициенты, по которым возможно судить о предприятии?
13. Как устанавливается прибыль на акцию?
14. В чем ценность акции?
15. Каковы основные показатели рыночной активности?
16. Уровень рентабельности компании, от чего он зависит?
17. Что такое индекс Доу-Джонса, что он показывает?
18. Каковы основные виды индекса Доу-Джонса? Перечислите и охарактеризуйте каждый из них.

## **ГЛАВА 4. РЕЙТИНГИ ЦЕННЫХ БУМАГ**

*Под рейтингом ценных бумаг понимают устанавливаемый независимыми организациями уровень сопоставимой оценки, характеризующий качество ценных бумаг.* Обычно ценные бумаги наиболее высокого качества обозначаются символом А, менее высокого - символом В (среднего качества), и наиболее низкое качество обозначается символами С и D. Первые рейтинги ценных бумаг были опубликованы в 1909 году американцем Джоном Муди, исследовавшим в то время потенциальные возможности инвестиций в ценные бумаги, именем которого впоследствии была названа одна из известнейших рейтинговых компаний. В настоящее время Комиссия по ценным

бумагам и фондовым биржам США признает четыре рейтинговые Компании. Следует отметить, что работа по присвоению рейтингов вызывает, естественно, негативную реакцию со стороны значительного числа компаний, чей рейтинг невысок.

### **Значение рейтингов.**

Многие инвесторы используют рейтинги при формировании своих портфелей ценных бумаг. К рейтингам обращаются даже крупные консалтинговые организации, имеющие свой штат аналитиков, для того, чтобы сопоставить полученные у себя результаты с рейтинговыми оценками и проверить таким образом правильность своих собственных выводов в отношении той или иной компании. Брокеры -дилеры используют рейтинги при осуществлении инвестиций, а также в процессе консультирования своих клиентов. Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам США использует рейтинги нескольких ранее перечисленных агентств для оценки облигационных активов брокеров-дилеров. Несмотря на то, что справочники рейтингов имеют очень высокую цену, информация о них все же становится достоянием широкой общественности.

В то же время нельзя переоценивать значение рейтингов. Несмотря на то, что они плотно вошли в жизнь участников рынка ценных бумаг, рейтинги основываются на субъективных оценках, и их значения могут рассматриваться как величины вероятные, но не как абсолютные. Их нельзя расценивать как рекомендации к покупке тех или иных ценных бумаг. При их определении, как правило, не учитываются курсы. Ввиду того, что рейтинговые компании присваивают рейтинги огромному количеству эмитентов ценных бумаг, существует мнение, что этот огромный массив не может быть качественно проработан. Следует также отметить и то, что в основе рейтингов лежат преимущественно статистические факторы, которые оценивают положение эмитента в прошлом. Известно, например, что ряд весьма солидных и прибыльных в прошлом компаний имеют сегодня не очень стабильное положение. И, наоборот, самые перспективные сегодня отрасли имеют неопределенное происхождение.

В процессе работы по присвоению рейтингов ценным бумагам рейтинговые компании используют традиционные материалы: годовые и квартальные отчеты эмитентов, сведения, имеющиеся в органах управления рынком ценных бумаг, а также некоторые только им известные источники, получаемые иногда по конфиденциальным каналам. Мнение большинства рейтинговых фирм о том, что рейтинги, рассчитанные по стандартным формулам, не могут быть правильными, дает основание считать, что рейтинги не являются оценками, получаемыми чисто механическим способом. При их определении принимаются во внимание долгосрочные отраслевые тенденции, изучается финансовая практика и политика эмитента, амплитуда циклических колебаний отрасли, учитываются также наличие лицензий и патентов, содержание договоров между эмитентами и инвесторами. При определении рейтингов ценных бумаг чаще всего используются такие показатели, как текущие доходы компании и доходы прошлых лет, различные финансовые коэффициенты, перспективы рентабельности компании, известность самой компании и производимой ею продукции, особенности отрасли, статистика ее доходов, тенденции в области сбыта продукции.

Значимость рейтингов ценных бумаг состоит также и в том, что они дают возможность неопытному инвестору сориентироваться на начальном этапе вложения денег в ценные бумаги. Рейтинги позволяют инвесторам без серьезных аналитических исследований финансовой отчетности эмитента определяться в выборе. Если у компании неплохой рейтинг, то инвестор обычно считает свои вложения достаточно надежными, поскольку доверяет общеизвестным компаниям, установившим данный рейтинг.

Рейтинг - это не только индикатор способности эмитента выплатить займ. Рейтинг платежеспособности влияет на вход по новому курсу облигаций. Чем выше рейтинг облигации, тем ниже дивиденды. Эмитентам облигаций с высоким рейтингом не требуется предлагать слишком высокие проценты, так как их платежеспособность сама по себе привлекает инвесторов. Эмитентам же облигаций с низким рейтингом приходится выплачивать проценты выше среднего уровня.

Подавляющее большинство компаний мира внимательнейшим образом отслеживают рейтинг своих ценных бумаг.

### **Рейтинги облигаций.**

В практике стран с развитым фондовым рынком рейтинги облигаций являются наиболее распространенными и популярными по сравнению с рейтингами других видов ценных бумаг. При определении рейтингов облигаций учитывается несколько основополагающих факторов, самыми главными из которых являются рентабельность, стоимость активов, гарантии дохода и его постоянство. Существенное значение при этом могут также иметь качество менеджмента и перспективы развития предприятия.

### **Рейтинги акций.**

Рейтингом акций занимается небольшое число компаний. Некоторые экономисты считают, что невозможно определить рейтинг акций, так как доход по этим ценным бумагам неустойчив и зависит от решения общего собрания акционеров и ничем не гарантирован. Рейтинги акций определяются на основе специальной формулы, которая позволяет оценить инвестиционные качества на основе двух факторов - прибыли компании и размеров дивидендов. При определении рейтинга акций не использует традиционные критерии, применяемые при оценке облигаций, - такие, как финансовое положение эмитента, структура капитала, резервы, и т.п. Компания считает, что все подобные факторы, обуславливающие то или иное качество акций, в конечном итоге находят свое отражение в показателях чистой прибыли компании в расчете на одну акцию и размере дивидендов.

Прибыль компании, как правило, берется за последние восемь лет. Главным показателем считается ее стабильность. Если прибыль компании на одну акцию была в данном году большей, чем в предыдущем, или равной ей, то при расчете рейтинга компании прибавляется один балл. Если же прибыль на одну акцию по сравнению с предыдущим годом сократилась, балл отнимается. Средний за восемь лет балл принимается за основной индекс прибыли. Этот индекс стабильности затем умножается на индекс роста, который определяется извлечением

квадратного корня из разницы (в процентном выражении) между прибылью компании в базовые 1946 - 1949 годы и ее прибылью за последние три года. Кроме того, развитие компании сравнивается с развитием экономики в целом, в результате чего удается выяснить, насколько сильно компания подвержена циклическим колебаниям.

Вторым слагаемым формулы является дивидендная стабильность. Она определяется на основе размеров дивидендов за последние 20 лет, причем вес показателей дивидендов по мере приближения к настоящему времени увеличивается. Полученный результат, так же, как и показатель стабильности прибыли, умножается на фактор роста. В конечном итоге два этих фактора - прибыль и дивиденды - воплощаются в единый числовой рейтинг акций.

### *РЕЙТИНГИ АКЦИЙ*

Код - Качество

A+ - высший инвестиционный уровень

A - хороший инвестиционный уровень

A- - инвестиционный уровень выше среднего

B - средний инвестиционный уровень

B- - инвестиционный уровень ниже среднего

C - низкий инвестиционный уровень

C - самый низкий инвестиционный уровень

Неофициально акции на американских биржах делятся на четыре класса. Самый главный - это голубые фишки - старшее поколение акций. К ним относятся ценные бумаги элиты американской промышленности. Второй класс - акции добротных, хорошо функционирующих компаний, которые пользуются несколько меньшим авторитетом у инвесторов, по сравнению с "голубыми фишками". "Растущие акции" выпускаются молодыми компаниями с большим потенциалом для роста, по которым, однако, у инвесторов нет твердой уверенности в успехе. И последний класс - "копеечные акции" - акции компаний, находящихся в упадке. Они не представляют никакой ценности, кроме возможности для спекуляций.

## **4.1. ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ СДЕЛОК**

### **КУПЛИ-ПРОДАЖИ ЦЕННЫХ БУМАГ**

На первоначальных стадиях развития фондового рынка купля-продажа ценных бумаг имела неупорядоченный характер. Это происходило из-за отсутствия четких правил, регламентирующих процедуру перехода денег от покупателя ценных бумаг к продавцу и ценных бумаг или их сертификатов - покупателю. В недалеком прошлом возникало множество ситуаций, когда после подписания контракта о покупке ценных бумаг его исполнение задерживалось на долгие месяцы из-за отсутствия законодательно зафиксированных временных рамок процедуры сделки. Контрагенты по сделке могли долго дискутировать между собой по вопросу кому первым начать действия по исполнению сделки -

покупателю осуществлять платеж или продавцу - передачу ценных бумаг. В ряде случаев неупорядоченность регламента заключения сделок приводила к выполнению своих обязательств только со стороны одного контрагента. Отсутствие четкой и оптимальной процедуры действий в процессе проведения сделки со стороны ее участников (покупателя, продавца, брокера, биржи, различных других институтов, осуществляющих вспомогательные функции) зачастую приводило к увеличению сроков ее проведения, возможности возникновения различных манипуляций с ценными бумагами, мошенничества и безнаказанному неисполнению контрагентами своих обязательств. Все это существенным образом сдерживало развитие фондового рынка, поскольку потенциальные покупатели и продавцы ценных бумаг иногда просто не решались заключать сделку, опасаясь возможных непредвиденных препятствий в процессе ее осуществления.

Мировая практика осуществления операций с ценными бумагами выработала определенные обязательные этапы совершения сделки, обеспечивающие ее оптимизацию и успешное завершение. К ним относятся:

1. Заключение договора купли-продажи ценных бумаг.
2. Сверка параметров по осуществляемой сделке.
3. Клиринг.
4. Проведение денежного платежа и встречной передачи ценных бумаг.

#### **Заключение договора купли-продажи ценных бумаг.**

Это первый этап заключения сделки. Следует иметь в виду, что другие, менее распространенные виды сделок с ценными бумагами - такие, как мена, дарение, передача акций в уставный фонд, завещания, мало чем отличаются по своей технике и этапам от сделки купли-продажи.

Договор купли-продажи ценных бумаг может заключаться между лицами, которые ранее приобрели ценные бумаги для владения с целью получения доходов в виде дивидендов или роста курсовой стоимости. Договора купли-продажи могут заключаться и между профессионалами - брокерами-дилерами. Причем брокеры могут выступать либо в качестве комиссионеров на основании договора комиссии, либо в качестве поверенных на основании договора-поручения. Главной отличительной чертой договора-комиссии является то, что брокер (комиссионер) действует по поручению и за счет, но не от имени клиента (комитента). Комиссионер в исполнении договора-комиссии, заключенного с комитентом, совершает сделку купли-продажи от собственного имени. Подавляющее большинство сделок на фондовом рынке мира происходит все же при посредничестве брокеров, которые выступают при этом в качестве комиссионеров.

Таким образом, реальных продавцов и реальных покупателей в чистом виде (то есть лиц, которые участвуют в сделке не как посредники) обычно обслуживают брокеры и договора купли-продажи ценных бумаг заключаются именно между этими брокерами. Следует отметить также, что брокеры-дилеры не только осуществляют посреднические функции при заключении сделки между "чистыми" покупателями и продавцами ценных бумаг, но и совершают значительное

количество сделок за свой собственный счет - как с “чистыми” покупателями и продавцами ценных бумаг, так и между собой.

Именно профессионалы рынка ценных бумаг более других его участников заинтересованы в унификации и стандартизации процедур совершения сделок с ценными бумагами, поскольку это их каждодневная работа, и именно они намного чаще других сталкиваются с проблемами и последствиями такой неупорядоченности.

Самой популярной и общепринятой организационной формой торговли ценными бумагами, обеспечивающей работу в соответствии с четкими, постоянными и единообразными правилами осуществления операций с ценными бумагами является фондовая биржа. Биржа устанавливает определенные принципы торговли ценными бумагами, допуск к участию в торгах только профессиональных участников, наличие четких торговых процедур, сосредоточение заключения сделок в определенном месте, временные рамки, контроль за исполнением сделок как со стороны профессиональных участников рынка ценных бумаг, так и со стороны государства.

Помимо биржи, в современном рыночном пространстве имеет место множество других систем торговли ценными бумагами, которые менее формализованы, регламентированы и организационно менее оформлены. Эти системы относятся к внебиржевому рынку. Биржевой и внебиржевой фондовые рынки выработали адекватные им способы заключения договоров, различающиеся между собой по технике и некоторым другим признакам. На фондовых биржах, имеющих классические традиции, сделки между участниками, как правило, заключаются в устной форме или в форме обмена стандартными бумажными записками. На фондовых биржах, использующих электронные технологии торговли, факт заключения сделки фиксируется в главном процессоре (компьютере) операционного зала. На внебиржевом рынке сделки заключаются устно (по телефону, с записью переговоров на магнитную ленту), по телексу, по специализированным электронным сетям. Следует отметить, что сделки редко заключаются путем одновременного подписания обеими сторонами двустороннего письменного документа.

В результате первого этапа сделки происходит составление каждым участником своих внутренних учетных документов, отражающих факт заключения сделки и ее основные параметры. В зависимости от применяемой технологии заключения сделки это могут быть подписанные бланки договоров купли-продажи ценных бумаг, записи в журналах операций, брокерские и маклерские записки, рапорты трейдеров, отметки на бланках исполненных заявок, записки контрагентов по сделкам, распечатки телексных и факсимильных сообщений, отчетные компьютерные файлы и их бумажные распечатки.

Заключение договора купли-продажи ценных бумаг означает начало целой серии сложных комплексных операций, которые должны быть осуществлены прежде, чем сделка подойдет к своему завершению - моменту, когда ценные бумаги окажутся в собственности покупателя, а денежные средства окончательно поступят в распоряжение продавца. День заключения договора купли-продажи

ценных бумаг в экономической литературе обозначают буквой T (от английского “deal” - сделка). Остальные этапы сделки происходят несколько позднее. День их совершения обычно соотносят с днем первого этапа. - днем “T”. Если, к примеру, все этапы сделки полностью завершились на третий рабочий день после заключения договора, то принято считать, что сделка завершена в день “T+3”.

Определение общего срока сделки имеет очень важное значение для участников рынка ценных бумаг, поскольку право собственности на передаваемые ценные бумаги переходит к новому владельцу не момент заключения сделки купли-продажи, а только в момент исполнения. До этого времени на протяжении всех этапов сделки владельцем продаваемой ценной бумаги остается продавец. Это обстоятельство приобретает большую актуальность особенно тогда когда на период между заключением сделки с ценной бумагой и исполнением приходится выплата дивидендов или, например, с этой же ценной бумагой начинает осуществляться следующая по очередному отчуждению (продажа, мена, дарение и т.п.). В этом случае правами получения дивидендов и другими правами, вытекающими из владения ценной бумагой, все еще продолжает обладать продавец.

#### **Сверка параметров по осуществляемой сделке.**

Это второй этап сделки купли-продажи. Задача этого этапа заключается в том, чтобы предоставить участникам возможность урегулировать все случайные расхождения в понимании сути и предмета заключенной сделки. Это особенно важно для тех рынков, где сделки заключаются устно или путем обмена письменными записками. Именно в таких системах наиболее вероятны различные понимание нюансов сделки и технические ошибки. Документы, составлением которых завершается первый этап сделки, служат для оформления специальных справочных документов, предназначенных для использования на втором этапе сделки.

После заключения сделки стороны должны обменяться этими дополнительными сверочными письменными документами. В них дублируются все существенные параметры сделки. В ряде биржевых систем обмен такими документами осуществляется не непосредственно между сторонами, а организуется специально предназначенной для осуществления сверки системой. Функции такой системы может выполнять определенная структура фондовой биржи либо тесно взаимодействующая с биржей расчетно-клиринговая организация.

На этом этапе контрагенты сравнивают свои внутренние учетные документы (оформленные по итогам первого этапа) с документами, полученными от контрагента. Если при этом не выявляется расхождений, сверка считается произведенной (завершенной).

Международные стандарты и нормы предполагают организацию работы биржевых и внебиржевых систем таким образом, чтобы сверка завершалась не позднее периода “T+1”. Это время дается контрагентам для того, чтобы стороны могли выявить возможные расхождения, своевременно их откорректировать, отменить сделку или отложить ее исполнение до разбирательства в суде,



третейском суде или органе, выполняющем подобную функцию. Если же сверка не будет произведена, стороны, ошибочно понимая ее суть, после перехода к стадии исполнения обязательств по сделке могут столкнуться с непредвиденными препятствиями. Так, некоторые торговые системы не предусматривают сверку как специально выделенную процедуру. При этом считается, что стороны, которые определили параметры сделки непосредственно в момент заключения договора, согласны пропустить этап сверки. Однако такой вариант возможен только тогда, когда контрагенты, заключая сделку, уверены, что полностью поняли друг друга. Такая уверенность может существовать обычно в двух случаях: а) при заключении сделки в письменной форме с подписанием общего единого договора; б) в современных компьютерных биржевых системах, где ввод сделки с терминала считается одновременно и согласием на сверку. В данном случае дальнейшему нормальному течению событий может помешать либо грубая ошибка одной из сторон, либо неисправность в работе компьютера. Такие сделки, “проскакивающие” этап сверки, называются “зафиксированными”. Итоговыми документами второго этапа, опять-таки в зависимости от применяемой техники, могут быть письменные записки, телексы или факсимильные распечатки от контрагента, компьютерные файлы или письменные документы (листы сверки) от специальной сверочной организации, подтверждающие факт завершившейся сверки. Эти документы, как правило, передаются участникам сделки. Они служат основанием для проведения следующих этапов сделки.

**Клиринг** – это комплекс процедур, начинающихся после сверки и завершающихся непосредственно перед исполнением сделки. Клиринг не включает непосредственно переводы денежных средств или передачу ценных бумаг. Клиринг – это то, что предшествует денежным платежам и поставкам фондовых ценностей. Этап клиринга состоит из двух процедур:

1. Процедура анализа итоговых сверочных документов на подлинность и правильность оформления. Если этап сверки завершается формированием компьютерных файлов, то клиринг начинается с проверки ключей шифрования и защиты принимаемой информации.
2. Процедура вычисления денежных сумм, которые подлежат переводу, и количества ценных бумаг, которые должны быть поставлены по итогам сделки. Кроме суммы платежа за купленную бумагу, уплате могут подлежать налог на операции с ценными бумагами (если он введен в данной стране), биржевые сборы, комиссионные брокерам и т.п. Может также применяться взаимозачет встречных требований, которые возникли по разным сделкам и должны быть исполнены одновременно.

Заключая сделку купли-продажи, оба контрагента приобретают определенные права и обязанности. Покупатель, например, приобретает право по отношению к продавцу требовать поставки причитающегося количества ценных бумаг и одновременно становится обязанным уплатить соответствующую сумму денег. Продавец же становится обязанным поставить ценные бумаги и приобретает право требовать причитающуюся ему сумму денег. В итоге продавец и покупатель становятся по отношению друг к другу одновременно кредиторами и должниками. Их обязательства будут исполнены, а требования удовлетворены только на

заключительном этапе сделки На этапе клиринга производится определение и вычисление их взаимных требований и обязательств. Процедура вычислений – самая важная во всем этапе клиринга. Различают несколько способов расчета сумм, подлежащих уплате, и количества ценных бумаг, подлежащих поставке. Главным фактором, определяющим конкретный способ и процедуру вычислений, является избранный способ организации взаимозачета встречных требований.

В некоторых системах торговли (обычно на внебиржевом рынке), не производится никакого встречного зачета требований. Каждая сделка исполняется отдельно от других сделок в полном соответствии с теми параметрами, с которыми она была заключена. В этом случае на этапе клиринга для продавца по каждой конкретной сделке производится вычисление количества ценных бумаг, которое должен поставить, и суммы денежных средств, причитающихся ему, за минусом различных сборов и налогов. Для покупателя по каждой отдельной сделке рассчитываются количество причитающихся ему ценных бумаг и сумма денежных средств, которую он должен уплатить контрагенту плюс различные налоги и сборы. Это достаточно простой способ вычислений.

Клиринг значительно усложняется, когда происходит взаимозачет. Взаимозачет встречных требований применяется почти на каждой современной бирже для снижения количества платежей и поставок ценных бумаг по сделкам, заключаемым членами биржи. Так как на крупных фондовых биржах ежедневный оборот по ценным бумагам составляет многие сотни тысяч сделок и в течение одной торговой сессии продаются и покупаются десятки миллионов ценных бумаг, осуществлять такие сделки “один к одному” неэффективно. Чтобы снизить количество и упростить алгоритм осуществления платежных операций по итогам биржевых торгов в подобных случаях применяется взаимозачет, который, несмотря на некоторое усложнение процедуры клиринга, существенно сокращает затраты участников сделок на организацию централизованной клиринговой системы по сравнению с их потенциальными издержками с накладным и прочими расходами на раздельное осуществление платежей и поставок по каждой конкретной сделке. Взаимозачет может быть двусторонним и многосторонним.

*Двусторонний взаимозачет.* Он применяется достаточно редко, в основном на внебиржевом рынке в отношениях между доверяющими друг другу сторонами, а также на небольших фондовых биржах с небольшим числом участников и малым оборотом (на биржах развивающихся стран). При этом производится попарное (по каждой паре контрагентов сделки) вычитание требований одного контрагента из требований другого до тех пор, пока после включения в расчет всех сделок определенного периода времени не будет установлено чистое сальдо одного контрагента другому. Такое вычисление может производиться как по денежным средствам, так и по ценным бумагам или по каждому виду ценных бумаг. При этом метод денежного взаимозачета может не совпадать с методом взаимозачета по ценным бумагам. В завершение данной процедуры сделки каждая из сторон обязана исполнить свои обязательства и удовлетворить свои требования. Если применяется взаимозачет, то удовлетворение многих встречных требований происходит одновременно единым платежом (или поставкой). Это означает, что

любое количество заключенных в течение установленного периода времени сделок между сторонами исполняется единовременно.

*Многосторонний взаимозачет* подразделяется на два типа: без участия клиринговой организации в качестве стороны в расчетах и с участием таковой. При любом из этих двух типов вычисление (вторая процедура клиринга) начинается с того, что по каждому участнику клиринга производится калькуляция его собственных чистых требований или чистых обязательств по всем включаемым в расчет сделкам за установленный период. Из всех требований данного участника вычитаются все его обязательства и таким образом определяется чистое сальдо, которое именуется “позицией”. Позиция “закрыта”, если сальдо равно нулю, и “открыта”, если сальдо отлично от нуля. В случае положительного сальдо, то есть когда объем требований участника превышает его обязательства, считается, что у него открыта “длинная позиция”. Если сальдо отрицательное, то есть участник клиринга должен больше, чем должны ему, то считается, что у него “короткая позиция”. По итогам взаимозачета среди участников клиринга отдельно по каждому виду ценных бумаг и по денежным средствам выявляются те, кто имеет короткие позиции, и те, кто имеет длинные позиции (нетто-кредиторы). Сальдо встречных требований, определенное путем их взаимозачета, говорит о том, какую сумму денежных средств или ценных бумаг по итогам клиринга каждый участник должен отдать и получить на завершающем этапе сделки. Окончательный платеж или поступление именуется “ликвидацией позиции” или “Урегулированием позиции”.

В экономической литературе применение на этапе клиринга механизма многостороннего взаимозачета с вычислением чистых позиций участников сделок именуется как “нэттинг”. Два типа многостороннего взаимозачета отличаются друг от друга тем, каким образом предполагается урегулировать рассчитанную на клиринга позицию.

При одном методе многостороннего взаимозачета после вычисления позиций всех участников клиринга производится определение пар участников “кредитор-должник” таким образом, чтобы свести к минимуму число платежей (поставок ценных бумаг) от должников к кредиторам. Сторонами в окончательных расчетах по регулированию позиций являются те же лица, которые были участками сделок. При этом комбинации пар “кредитор – должник” одного цикла клиринга к другому могут меняться. Данный метод хорош в тех биржевых и внебиржевых системах, где круг участников невелик, устойчив, где участники имеют примерно равное финансовое положение и уровень платежеспособности.

При другом методе в качестве стороны по урегулированию позиций участников торгов выступает клиринговая организация. Урегулирование позиции каждого участника осуществляется против клиринговой организации. Последняя выступает единым кредитором для всех должников и единым должником по отношению ко всем кредиторам. Таким образом, урегулирование позиций всех должников производится путем платежа (поставки) в пользу клиринговой организации, а урегулирование позиций всех кредиторов производится путем получения денежных средств (ценных бумаг) с этой клиринговой организации. Урегулирование позиции участников торговли против клиринговой организации, а

не против друг друга, то есть полная смена сторон на этапе исполнения по сравнению с этапом заключения сделок в экономической литературе именуется как “новэйшн”. Метод “новэйшн” считается более удобным, так как у каждого участника на этапе исполнения сделок оказывается только один контрагент – клиринговая организация, в пользу которой надо перечислить сумму задолженности или от которой надо получить сумму причитающихся денежных средств или ценных бумаг. Именно этот метод нашел применение в большинстве клиринговых систем. Это объясняется его относительной простотой, удобством и независимостью от числа участников, а также возможностью создания надежных систем контроля за возникающим риском.

Третья процедура клиринга заключается в оформлении расчетных документов, направляемых на исполнение в денежно-расчетную систему и систему, обеспечивающую поставку ценных бумаг. Форма и порядок заполнения расчетных документов устанавливаются этими системами. Количество оформляемых расчетных документов, указанные в них суммы, количество ценных бумаг и определение сторон для осуществления платежей и поставок зависят от способов взаимозачета, применяемых на предыдущей стадии. Исполнение этих расчетных документов и будет являться завершением (исполнением) сделок.

### **Исполнение сделки.**

Исполнение предполагает денежный платеж и поставку ценных бумаг. Платеж осуществляется системой денежных расчетов, избранной участниками сделок, поставка ценных бумаг также осуществляется соответствующей избранной системой.

День исполнения сделки фиксируется при заключении договора купли-продажи. Иногда этот день указывается в тексте двустороннего документа о заключении сделки. Но чаще посредники устанавливают такой срок между заключением и исполнением сделки, который определяется и действует на существующем рынке как бы “по умолчанию”, по соответствующим всеми исполняемым правилам. Четкость применяемых на рынке стандартных сроков зависит от степени его организованности. Сделки, заключаемые на самом биржевом рынке, также должны иметь строго установленный график прохождения всех этапов. Если сделка исполняется в самый кратчайший срок из всех возможных стандартных сроков исполнения сделок на данном рынке, то речь идет о “кассовой сделке”, или “споте”. Например, на Франкфуртской фондовой бирже сделка может быть исполнена не ранее, чем на второй рабочий день после ее заключения. Такие сделки на этой бирже являются кассовыми. Для Нью-Йоркской фондовой биржи срок исполнения большинства кассовых сделок – пять рабочих дней после дня их заключения. Если срок исполнения на каком-либо рынке больше, чем самый минимальный срок, необходимый для исполнения кассовой сделки, то говорят, что это “срочная сделка”, или “форвард”. Например, сделка, заключаемая на фондовом рынке ФРГ с исполнением на третий и более день после ее заключения, будет считаться срочной (форвардной).

***Ключевые слова:***

*Рейтинги. Значения рейтингов. Рейтинги облигаций. Рейтинги акций. Этапы сделок. Купля-продажа ценных бумаг. Заключение договора. Осуществление сделки. Клиринг. Этапы клиринга. Двусторонний взаимозачет. Многосторонний взаимозачет. Исполнение сделки.*

### **Вопросы для самоконтроля:**

1. Что такое рейтинги? Какое влияние они оказывают на ценные бумаги?
2. Каковы значения рейтингов?
3. Каковы основные этапы сделок?
4. Как происходит заключение договора купли-продажи ценных бумаг?
5. Каковы основные параметры осуществления сделок?
6. Каковы параметры сверок осуществления сделок?
7. Что такое клиринг?
8. При каких случаях проводится двусторонний взаимозачет?
9. При каких случаях возможен многосторонний взаимозачет?
10. Что обуславливает исполнение сделки?

## **4.2. РИСКИ ПРИ ОСУЩЕСТВЛЕНИИ СДЕЛОК КУПЛИ-ПРОДАЖИ ЦЕННЫХ БУМАГ**

### **Виды рисков на рынке ценных бумаг.**

Все операции на рынке с ценными бумагами сопряжены с риском. Участники этого рынка берут на себя самые разнообразные риски - снижения доходности, прямых финансовых потерь, упущенной выгоды. Однако в каждом конкретном случае приходится учитывать различные виды финансового риска.

*Систематический риск* - риск падения ценных бумаг в целом. Не связан с конкретной ценной бумагой, является недифицируемым и непонижаемым. Представляет собой общий риск на все вложения в ценные бумаги, риск того, что инвестор не сможет их в целом высвободить, вернуть, не понеся потерь. Анализ систематического риска сводится к оценке того, стоит ли вообще иметь дело с портфелем ценных бумаг, не лучше ли вложить средства в иные формы активов (прямые денежные инвестиции, недвижимость и т.д.).

*Несистематический риск* - агрегированное понятие, объединяющее все виды рисков, связанных с конкретной ценной бумагой. Несистематический риск является диверсифицирующим понижающим, в частности может осуществлять выбор той ценной бумаги, которая обеспечивает приемлемые значения несистематического риска.

*Селективный риск* - риск неправильного выбора ценных бумаг для инвестирования в сравнении с другими видами бумаг при формировании

портфеля. Этот риск, связанный с неверной оценкой инвестиционных качеств ценных бумаг.

*Временный риск* - риск эмиссии, покупки или продажи ценных бумаг в неподходящее время, что неизбежно влечет за собой потери. Существуют и более общие закономерности - сезонные колебания, циклические колебания.

*Риск законодательных изменений* - риск, способный приводить к необходимости перерегистрации выпусков и вызывающий существенные издержки и потери эмитента и инвестора. Эмиссия ценных бумаг рискует оказаться недействительной, может неблагоприятно измениться правовой статус посредников по операциям с ценными бумагами

*Риск ликвидности* - риск, связанный с возможностью потерь при реализации ценных бумаг из-за изменения оценки ее качества.

*Кредитный деловой риск* - риск того, что эмитент, выпустивший долговые ценные бумаги окажется не в состоянии выплачивать процент по ним и (или) основную сумму долга.

*Инфляционный риск* - риск того, что при высокой инфляции доходы, получаемые инвесторами от ценных бумаг, обесцениваются, с точки зрения реальной покупательной способности быстрее, чем растут, инвестор несет реальные потери. В мировой практике давно замечено, что высокий уровень инфляции разрушает рынок ценных бумаг, хотя разработано довольно много способов снижения инфляционного риска.

*Процентный риск* - риск потерь, которые могут понести инвесторы в связи с изменением процентных ставок на рынке. Как известно, рост рыночной ставки процента ведет к понижению курсовой стоимости ценных бумаг, особенности облигаций с фиксированным процентом. При повышении процентной ставки может начаться массовый выпуск ценных бумаг, эмитированных под более низкие проценты и по условиям выпуска досрочно принимаемым обратно эмитентом. Процентный риск несет инвестор, вложивший свои средства в средне- и долгосрочные ценные бумаги с фиксированным процентом при текущем повышении среднерыночного процента в сравнении с фиксированным уровнем (т.е. инвестор мог бы получить прирост доходов за счет повышения процента, но ее может высвободить свои средства, вложенные на указанных выше условиях). Процентный риск несет эмитент, выпустивший средне- и долгосрочные ценные бумаги с фиксированным процентом при текущем понижении среднерыночного процента в сравнении с фиксированным уровнем (т.е. эмитент мог бы привлекать средства с рынка под более низкий процент, но он уже связан с условиями выпуска ценных бумаг).

*Отзывной риск* - риск потерь для инвестора в случае, если эмитент отзовет отзывные облигации в связи с превышением фиксированного уровня процентных выплат по ним над текущим рыночным процентом.

*Политический, социальный, экономический риски* - вложения средств в ценные бумаги предприятий, находящихся под юрисдикцией стран с неустойчивым социальным и экономическим положением, с недружественными

отношениями к стране, резидентом которой является инвестор. В частности, политический риск - риск финансовых потерь в связи с изменением политической системы, расстановки политических сил в обществе, политической нестабильностью.

*Региональный риск* - риск, в особенности свойственный монопродуктовым районам. При кризисе власти региональные риски могут возникать в связи с политическим и экономическим сепаратизмом отдельных регионов. Высокий уровень региональных рисков связан также с угнетенным состоянием хозяйства ряда районов.

*Отраслевой риск* - риск, связанный со спецификой отдельных отраслей. С позиции этого вида риска отрасли можно подразделить на подверженные циклическим колебаниям, на умирающие, стабильно работающие, быстро растущие. Отраслевые риски проявляются в изменениях инвестиционного качества и курсовой стоимости ценных бумаг и соответствующих потерях инвесторов в зависимости от принадлежности отрасли к тому или иному типу и правильности оценки этого фактора инвесторами.

*Риск предприятия* - риск, сходный с отраслевым и во многом производный от него. Вместе с тем свой вклад в изменение рисков вносит тип поведения предприятия. Это может быть консервативное предприятие, которое не преследует стратегии расширения, универсализации и предпочитает, заняв одну или несколько ниш на рынке, получать все выгоды от максимальной специализации своих работ, высокого качества продукции (услуг) и стабильной клиентуры. Иная степень риска будет присуща ценным бумагам агрессивного предприятия, может быть, только что созданного.

*Валютный риск* - риск, связанный с вложениями в валютные ценные бумаги, обусловленный изменениями курса иностранной валюты.

*Капитальный риск* - риск существенного ухудшения качества портфеля ценных бумаг, что приводит к необходимости масштабных списаний потерь и как следствие - к значительным убыткам и может затронуть капитал банка, вызывая необходимость его пополнения путем выпуска новых ценных бумаг.

*Риск поставки* - риск невыполнения продавцом обязательств по своевременной поставке ценных бумаг. Особенно велик этот риск при проведении спекулятивных операций ценных бумаг, основанных на коротких продажах. Продавец реализует ценную бумагу, которой у него нет в наличии и которую он только собирается приобрести к моменту поставки. Риск может реализовываться и по техническим причинам (несовершенство депозитарной и клиринговой сети).

В связи с выбором той или иной модели системы клиринга исполнения сделок с ценными бумагами возникает специфический риск, который должны учитывать все участники фондового рынка. Этот риск не связан с типом финансовых инструментов.

Выделяют несколько источников такого риска.

Первый из них связан с тем, что между этапом заключения сделки и этапом его исполнения всегда должен пройти определенный срок. Если даже на момент

заключения сделки оба контрагента были платежеспособны, то нет абсолютной гарантии того, что это положение обязательно сохранится к моменту исполнения сделки. Если к моменту исполнения сделки выяснится, что одна из сторон не может исполнить своих обязательств по сделке (заплатить деньги или поставить ценные бумаги, то, очевидно, вторая платежеспособная сторона не станет исполнять свои обязательства. В результате сделка останется неисполненной. Вторая платежеспособная сторона могла бы заключить договор с другим контрагентом на другую сделку и попытаться возместить потери от сорвавшейся сделки, но и здесь нет гарантии того, что и в этом случае новый контрагент выполнит свои обязательства. Потерпевшая платежеспособная сторона, не получив причитающихся ей денежных средств или ценных бумаг, не сможет, в свою очередь, исполнить свои обязательства перед третьими лицами. Чтобы не допустить цепочки неплатежей, потерпевшая сторона вынуждена будет заключить аналогичную сделку на невыгодных для себя условиях. Риск, связанный с подобной ситуацией, возникающий по причине движения конъюнктуры называют “риском понесения убытков по возмещению”.

Второй источник риска связан с тем, что при исполнении сделки денежный платеж и встречная поставка ценных бумаг могут происходить одновременно. Если одна из сторон выполнит свои обязательства по заключенной сделке, а вторая не сможет выполнить свои (например, по причине банкротства или временного отсутствия ценных бумаг или денежных средств), то для добросовестной стороны наполовину неисполненная сделка несет прямой немедленный убыток. Риск понесения такого убытка называется “риском потери основной суммы долга”, поскольку при этом риску подвержена вся сумма, вовлеченная в сделку.

Третий тип риска связан с первыми двумя и может возникнуть при тех же обстоятельствах. Он возникает тогда, когда недобросовестная сторона, оставаясь в целом платежеспособной, лишь на время задерживает исполнение своих обязательств по заключенной сделке. Если это становится ясным в промежуток между заключением сделки, то исполнение просто переносится обеими сторонами на более позднее время. Если же это становится ясным после того как добросовестная сторона уже исполнила свои обязательства, то отодвигается во времени только вторая часть исполнения сделки. В обоих случаях сделка будет совершена, но только в более поздний срок. И в обоих случаях добросовестная сторона несет риск неисполнения своих собственных обязательств перед третьими лицами по другим сделкам. Возникает риск цепочки неплатежей. Если пострадал покупатель, своевременно не получивший встречную поставку ценных бумаг, то такому покупателю необходимо либо занять у кого-либо эти ценные бумаги, либо купить эти ценные бумаги за счет привлечения денежной ссуды для того, чтобы выполнить свои собственные обязательства по поставке ценных бумаг по другим сделкам. Если пострадал продавец ценных бумаг, не получивший вовремя встречный платеж, то такому продавцу необходимо где-то занять недополученную сумму чтобы заплатить тому, кому он сам в свою очередь должен по другим сделкам. Таким образом, пострадавшая сторона несет дополнительные расходы по привлечению средств для решения временных проблем со своей ликвидностью, а



также дополнительные накладные расходы по совершению компенсирующих операций. Вышеописанный тип риска именуют “риском ликвидности”.

Собственными средствами организаций, обслуживающих рынок ценных бумаг, из трех вышеописанных видов риска может быть полностью устранен только один - риск потери основной суммы долга. Устранение этого риска происходит, если применяется принцип “Поставка против платежа”. Главное в этом принципе - не допустить одновременного осуществления денежного платежа и поставки ценных бумаг. Согласно этому принципу, либо оба процесса происходят одновременно, и сделка исполняется в положенный срок, либо ни один из процессов не производится вовсе. В последнем случае сделка либо совсем не исполняется, и все сводится к риску возмещения, либо сделка исполняется позднее, и все сводится к риску ликвидности.

Риск возмещения и риск ликвидности инфраструктурой фондового рынка не могут быть устранены в принципе. Этот риск возникает по причинам, лежащим вне сферы влияния организаций, обслуживающих рынок ценных бумаг. Так, всегда существует риск банкротства или временной неплатежеспособности любого субъекта рыночной экономики. Если этот субъект оказался вовлеченным в операции с ценными бумагами, то этот риск может повлиять на контрагентов по фондовому рынку.

Применяются следующие способы контроля и минимизации неустраняемого риска, конкретные комбинации, в применении которых зависят от особенностей того или иного рынка:

1. Фондовые биржи или расчетно-клиринговые организации предъявляют определенные минимальные требования к профессиональному составу участников, их финансовому состоянию и репутации. Нельзя стать членом биржи или клиринговой организации, не достигнув определенных показателей работоспособности и надежности. Нельзя оставаться членом биржи или расчетно-клиринговой организации, снизив за время членства свои финансовые показатели. Чем надежнее каждый из участников системы, тем меньшему риску подвергаются все остальные участники.
2. Фондовые биржи и расчетно-клиринговые организации могут устанавливать различные лимиты на операции участников, например, лимит на размер короткой позиции каждого участника. В случае, если какой-либо из участников заключил такой объем сделок, который сделал его должником на сумму лимита, то такому участнику запрещается заключать сделки, по которым сумма его долга может возрасти. Чем строже лимиты, тем меньше могут быть лимиты взаимной задолженности участников и ниже риск.
3. Клиринговые организации вводят способы распределения риска между всеми участниками системы. Типичными примерами являются применение методов “неттинг” и “новэйшн”. “Неттинг”, или вычисление чистого сальдо требований или обязательств (позиции) для каждого участника, определяет размер требований каждого кредитора ко всем должникам или размера долга каждого должника по отношению ко всем

кредиторам - без указания конкретных пар “должник - кредитор”. В этом случае при невыполнении одним из должников своих обязательств риск может быть равномерно распределен между всеми кредиторами. “Новэйшн”, или исполнение сделок не попарно, а против клиринговой организации, дает возможность технически сконцентрировать управление рисками в едином центре и применять методы, описываемые ниже.

4. Участники торгов могут создать специальный резервный фонд, за счет которого компенсируются убытки от неисполнения или несвоевременного исполнения сделок отдельными участниками. Управлять и расходовать средства этого фонда по назначению, как правило, доверяют клиринговой организации.
5. Участники фондового рынка с помощью клиринговой организации могут создать систему распределения убытков в случае возникновения по причине неисполнения отдельными участниками своих обязательств по сделкам. Например, может быть установлено, при неисполнении обязательств одним должником все кредиторы текущего дня недополучают приходящуюся на них долю убытков.
6. Непосредственно клиринговая организация или участники торговли через клиринговую организацию применяют механизм кредитования тех должников, которые испытывают временные платежные затруднения. Кредитором при этом могут выступать как сами участники (на долях), так и клиринговая организация за счет собственных или выделенных участниками средств.
7. Может существовать солидный “внешний” гарант, который берет на себя покрытие убытков в случае их возникновения при неисполнении сделок или который гарантирует предоставление кредита участникам системы или клиринговой организации для покрытия убытков или кредитования временно неплатежеспособного участника системы. Таким образом, риск цепочки неплатежей не просто перераспределяется внутри круга участников рынка, но и частично снимается с участников рынка и перекладывается на внешнего гаранта. Внешним гарантом может быть консорциум крупных банков или финансовых компаний. Однако самым надежным вариантом является привлечение в качестве гаранта соответствующего Центрального банка.

Вышеуказанные механизмы контроля и управления рисками могут применяться на различных рынках в разных сочетаниях - вместе и по одному.

***Ключевые слова:***

*Риски, систематический, несистематический, селективный, временный, законодательных изменений, ликвидности, кредитный, деловой, инфляционный, процентный, отзывной, политический, экономический, социальный, региональный, отраслевой, риск предприятия, валютный, капитальный, риск поставки. Способы контроля рисков. Способы минимизации рисков.*

### Вопросы для самоконтроля:

1. Каковы основные виды рисков?
2. Что означают систематические и несистематические риски?
3. Когда имеют место селективные риски?
4. Что такое временные риски?
5. С чем можно столкнуться при рисках законодательных изменений?
6. Что называется рисками ликвидности?
7. Что такое кредитный риск? Чем он отличается от риска инфляционного?
8. Что означает деловой риск? С какими параметрами других рисков схож данный риск?
9. В чем сходство и различия политических, экономических, социальных, региональных рисков?
10. Каковы особенности отраслевых рисков и рисков предприятий?
11. Что такое валютный риск, капитальный риск? В каких случаях они имеют место?
12. Когда происходит риски поставки?
13. Какие методы контроля и минимизации рисков Вы знаете?

### 4.3. БИРЖА

#### **Фондовые биржи.**

*Фондовые биржи - это высокоорганизованные системы фондового рынка.* Их предназначение - организация и создание условий для совершения сделок с ценными бумагами профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

История фондовых бирж насчитывает несколько столетий. Особенностью фондовых бирж как институтов рынка ценных бумаг является то, что сами они непосредственно не осуществляют операций с ценными бумагами, а лишь создают условия для заключения сделок профессиональным участникам фондового рынка.

*Понятие фондовой биржи.* Фондовая биржа — это свободный рынок акций, облигаций и других ценных бумаг (фондов). На фондовом рынке владельцы ценных бумаг совершают при помощи членов биржи (играющих роль посредников) сделки купли-продажи.

В классическом виде фондовая биржа - это организованный профессиональными участниками постоянно действующий оптовый рынок лучших ценных бумаг, имеющий особые принципы торговли, процедуры допуска к торгам ценных бумаг и брокеров. Исторически фондовые биржи в известном смысле являлись своеобразными локомотивами рынка ценных бумаг, и их роль в развитии экономических отношений во многом адекватна значению фондовых рынков описанных ранее. В то же время фондовые биржи, несмотря на свою

многофункциональность и самостоятельное значение в экономике, теперь уже являются элементами и порожденными ими же систем фондовых рынков.

Главными специфическими особенностями классической фондовой биржи являются.

- допуск на биржу только лучших ценных бумаг, отвечающих определенным требованиям;
- допуск биржевым торгам лиц, имеющих отношение к специальному институту членов фондовой биржи;
- наличие временного регламента торговли ценными бумагами и торговых процедур;
- централизация торговли в определенном месте;
- отрегулируемость биржи, то есть управление биржей осуществляется самими участниками биржевой торговли.

Фондовая биржа - особым образом организованный рынок ценных бумаг. Она имеет длительную историю развития. На протяжении более чем четырех столетий менялись как формы организации биржевой торговли ценными бумагами так и роль самой биржи в экономической и политической жизни общества.

Предшественницами бирж были ярмарки, которые в ходе своего развития постоянно совершенствовали механизмы торгов. В XV веке большую известность получили ярмарки Венеции, Генуи, Флоренции. Параллельно с ними начали развиваться и товарные биржи. В переходный период от феодализма к капитализму появилась настоятельная потребность в специальном инструменте, который бы связывал между собой хозяйственные отношения и мог служить регулятором предложения ссудного капитала и спроса на него. Такой инструмент - в форме биржи - сформировался в XVI в. с развитием торговли между Испанией и Голландией. Биржа сложилась как регулярно действующий рынок по торговле определенными товарами непосредственно не выносимыми на рынок, имеющими четкие качественные и количественные характеристики, подтверждаемые документами, и цены, официально устанавливаемые на основе спроса и предложения. На бирже осуществлялась торговля не просто товарами, а только такими, которые отвечали особым требованиям, а именно: товары должны были быть качественно однородными, могли быть количественно определены по числу, размеру или весу, могли быть заменены на любые другие товары из этой же партии. В 1531г. была создана товарная биржа Антверпена, в 1566г. - Лондона, в 1608г.- Амстердама. Рост товарных бирж привел к выделению из их числа особых бирж, где торговали только специфическим товаром - ценными бумагами. Первоначально они существовали в форме вспомогательных отделов товарных бирж. Но расширение операций по обмену валют, появление в обращении коммерческих векселей создали необходимые предпосылки к созданию специализированного института торговли ценными бумагами - фондовых бирж. Рождение первой фондовой биржи ученые-историки относят к 1592 году, когда в Антверпене был опубликован список цен на ценные бумаги, продававшиеся на бирже. В конце XVI - XVII вв. на биржах появился новый товар - государственные

ценные бумаги, а с возникновением английской Ост-Индской и голландской Вест-Индской компаний на биржах появляются первые акции.

В 1792 году в Соединенных Штатах была создана Нью-Йоркская фондовая биржа - крупнейшая из всех бирж мира. Вслед за ней - ряд фондовых бирж Европы. Экономисты считают, что первый этап развития фондовых бирж продолжался 200 лет. Но уже тогда биржи играли значительную роль в экономике наиболее развитых стран. Биржевые операции, которые сами были результатом эволюции рынка, в свою очередь, способствовали расширению международной торговли, ускорению первоначального накопления капитала и, тем самым, переходу от феодального способа производства к развитому рыночному обществу.

Однако в первой половине XIX века фондовая биржа все же являлась второстепенным элементом в капиталистической системе хозяйствования. Основную массу ценных бумаг в этот период представляют государственные облигации. В европейских странах получили развитие акционерные банки. Строительство железных дорог только начиналось. Акционерная форма собственности делала лишь первые шаги. В промышленности преобладали индивидуальные и семейные предприятия. Положение менялось по мере роста крупной промышленности, появления класса индустриальных миллионеров, интенсивного развития торговли, транспорта и прежде всего - железных дорог. Накопления отдельного капиталиста не могли найти себе полного применения лишь в расширении его собственного предприятия. Это давало мощный толчок развитию акционерного капитала. В то же время, все чаще и чаще акции создававшихся компаний покупались не для вложения их в реальный капитал, а с целью быстрой перепродажи по повышенному курсу. Биржевая торговля неоднократно прерывалась паниками и кризисами, причины которых были самыми разными. Ценные бумаги, как правило, были связаны с реальным капиталом. Биржевые цены формировались прежде всего под воздействием спроса и предложения. Большое влияние на них оказывали общая экономическая обстановка, политические события, а также конкурентная борьба биржевых спекулянтов, начавших широко использовать печать и другие методы воздействия на психику людей, участвующих в торговле ценными бумагами. История изобилует многочисленными примерами фальсификации сведений о состоянии дел в акционерных обществах, причем жертвами последних были, как правило, мелкие акционеры. Регулирование биржевых операций было незначительным. Институты защиты прав небольших инвесторов практически отсутствовали. Поэтому фондовую биржу XIX века иногда называют «дикой» биржей.

С конца XIX и начала XX столетий происходит ускорение развития производства и оживление рынка. Особенно интенсивно начинают развиваться промышленность и торговля в период после первой мировой войны. Отражением этих процессов явилось резкое увеличение выпуска в обращение ценных бумаг и торговля ими. Увеличению биржевого оборота способствовал получивший широкое распространение кредит. В биржевую торговлю, в том числе с использованием кредита, были вовлечены десятки миллионов средних и мелких частных инвесторов. Обороты бирж в течение первых трех десятилетий, за исключением периода первой мировой войны, резко возросли. Именно в этот

период фондовые биржи заняли свое место в одном ряду с важнейшими институтами рыночной экономики.

Октябрьский, в 1929 году, крах Нью-Йоркской фондовой биржи положил начало мировому экономическому кризису 1929-1933г.г. Огромное количество людей, вложивших свои деньги в ценные бумаги, обанкротилось. Экономика США и ряда других богатейших стран мира была поставлена на грань катастрофы. Грандиозные потрясения того времени ознаменовали начало новой эры в развитии биржевого фондового рынка.

В Великобритании биржевой рынок начал активно формироваться столетие спустя — в 1773 г., несколько раньше — во Франции, а затем — в США; Японии — в 1900 г. Биржевой рынок в Японии начал развиваться намного позднее, чем в Европе, в частности фондовый рынок в современном его понимании фактически возник в Японии лишь после второй мировой войны. Но же к концу XX столетия японский биржевой рынок по своей величине уверенно входит в тройку крупнейших рынков вместе с США и Великобританией.

### **Способы контроля на рынке ценных бумаг.**

Применяются следующие способы контроля и минимизации неустранимых рисков, конкретные комбинации в применении которых зависят от особенностей того или иного решения.

Во-первых, фондовая биржа особенно клиринговые организации, предъявляют определенные минимальные требования к профессиональному составу участников, их финансовому состоянию и даже репутации. Нельзя стать членом биржи или клиринговой организации не достигнув требуемых показателей работоспособности и платежности. Нельзя оставаться членом биржи или клиринговой организации, если за время членства свои финансовые показатели станут ниже требуемых. Понятно, что чем надежнее каждый из участников системы, тем меньшему риску подвергаются все остальные участники. Однако можно установить такие требования, которые будут по плечу только немногим. В этом случае система высоконадежна, но неэффективна из-за участников. Задачей организаторов инфраструктуры фондового рынка является нахождение приемлемого компромисса между надежностью системы и ее масштабом. Клиринговые организации могут устанавливать различные лимиты на операции участников.

Типичным примером является установление минимального размера лимита короткой позиции каждого участника. В случае, если какой-либо участник торгов заключил такой объем сделок, который сделал его должником на сумму лимита, то такому участнику далее запрещается заключать сделки по которым сумма его долга может возрасти, чем лимиты строже, тем меньше могут быть суммы взаимной задолженности участников. Однако чрезмерное ужесточение лимитов ведет к снижению оборота торговли и стагнации рынка. Необходим компромисс между надежностью и объемом риска организации вводят способы распределения рисков между всеми участниками системы. Применение методов нэттинг и новэйшн являются типичными примерами. Вычисление чистого сальдо требований или обязательств (позиции) для каждого участника определяет размер

требований кредитора ко всем должникам или долга каждого должника по отношению ко всем кредиторам без указания конкретных пар “должник - кредитор”. В этом случае при невыполнении одним из должников своих обязательств риск может быть равномерно распределен между всеми кредиторами. Обязательство исполнения сделок не попарно, а против клиринговой организации, дает возможность технически сконцентрировать управление рисками в едином центре и применять методы, описываемые ниже.

Во-вторых, участники торговли могут создать специальный резервный фонд, за счет которого компенсируются убытки от неисполнения или несвоевременного исполнения сделок отдельными участниками. Управлять средствами этого резервного фонда и расходовать их по назначению, как правило, доверяют клиринговой организации. Участники фондового рынка с помощью клиринговой организации могут создать систему распределения убытков в случае их возникновения по причине неисполнения отдельными участниками своих обязательств по сделкам. Например, может быть установлено, что все кредиторы текущего дня недополучают принадлежащую на них долю убытков.

В-третьих, непосредственно клиринговая организация или участники торговли через клиринговую организацию применяют механизм дотации тех должников, которые испытывают временные платежные затруднения. Кредитором при этом могут выступать как сами участники (на долях), так и клиринговая организация за счет собственных или выделенных участниками средств.

В-четвертых, может существовать крупный гарант, который берет на себя покрытие убытков в случае их возникновения при неисполнении сделок (чего почти не бывает) или (что бывает очень часто), который гарантирует предоставление кредита участникам системы или клиринговой организации для покрытия убытков или кредитования временно неплатежеспособного участника системы. Таким образом риски цепочки неплатежей не просто перераспределяются внутри круга участников рынка, но частично снимаются с участников рынка и перекладываются на внешнего гаранта. При этом гарант имеет право предъявлять собственные требования к конструкции системы фондового рынка, чтобы посредством этих требований обезопасить себя от излишних рисков.

Внешним гарантом может быть консорциум банков или финансовых компаний. Однако самым надежным вариантом является привлечение в качестве гаранта соответствующего Центрального банка. Платежеспособность центрального банка сомнений не вызывает. Центральный банк может производить платежи в счет предоставления кредитов непосредственно по счетам банков-участников в своей централизованной системе расчетов, что, как правило, быстрее и надежнее. Кроме того, Центральный банк в определенном смысле является нейтральным лицом в конкурентной борьбе участников рынка, и его привлечение не вызывает обострения ненужных конкурентных противоречий между различными финансовыми группами.

Каждый сегмент национального фондового рынка, каждая фондовая биржа находит свой уникальный способ сочетания контрольных механизмов. При этом организаторы и создатели инфраструктуры фондового рынка должны находить

приемлемый компромисс между жесткостью системы, ее надежностью с одной стороны, и составом участников, а также оборотом рынка с другой.

### **Фондовые биржи в системе фондового рынка.**

Такие высокоорганизованные системы фондового рынка, как фондовые биржи, в состоянии не просто опосредовать заключение сделок, но с помощью “дружественных” или дочерних клиринговых организаций создавать надежные системы контроля и управления рисками. Именно этот факт придает биржам значительное преимущество в конкуренции с многочисленными внебиржевыми системами. Даже развитие современных средств связи и вычислительной техники не смогло значительно ослабить позиции фондовых бирж.

Может показаться, что фондовые биржи растворяются во внебиржевом рынке благодаря тому, что вводят системы электронной торговли и режима удаленного доступа. Однако в большинстве случаев это не так. Главная особенность и главное преимущество фондовых бирж заключается в наличии общего места торга (биржевого зала). Преимущество – в четкой организационной структуре, отработанность всех этапов совершения сделок с ценными бумагами.

Если попытаться заглянуть в будущее и предсказать направление развития инфраструктуры фондового рынка, то можно предположить следующее. Фондовые биржи будут с некоторым опозданием от систем внебиржевого рынка внедрять электронные методы заключения сделок через удаленные терминалы с участниками рынка, не теряя при этом своей централизованности и отлаженности всех процедур. Вместе с тем системы внебиржевого рынка будут создавать или привлекать к тесному стабильному сотрудничеству клиринговые центры и депозитарии, вводить все более жесткие правила клиринга, расчетов контроля за рисками, превращаясь при этом фактически в те же фондовые биржи.

Исходя из вышеизложенного, можно предположить, что будущее – за электронными биржами, а если быть точнее - за комплексными системами биржа - клиринговый центр - депозитарий”.

### **Операции на бирже.**

Биржевые операции заключаются путем сделок в ходе торгов между продавцами и покупателями.

***Биржевая сделка - это соглашение о взаимной передаче прав и обязанностей в отношении биржевого товара, допущенного к обращению на бирже, находящее отражение в биржевом договоре (контракте), заключенном участниками биржевой торговли в ходе биржевых торгов.***

***Определение биржевой деятельности.*** В основе любой биржевой деятельности лежит биржевая торговля, которая организуется ее постоянными участниками для облегчения самого процесса торговли, для выработки ее более эффективного механизма, а впоследствии для защиты интересов как продавцов, так и покупателей от неблагоприятных изменений цен. Таким образом, биржевая деятельность с позиции ее участников представляет собой самостоятельную форму коммерческой деятельности с целью получения прибыли.



*Свойства биржевой деятельности.* Основными чертами и свойствами биржевой деятельности являются следующие фондовые и валютные биржи. Мировой рынок ценных бумаг концентрируется в местах производства и потребления товаров, а также в финансовых центрах:

- ведется по специфическим видам базисных активов, крупными партиями или в больших объемах;
- проводится регулярно;
- отличается гласностью и открытостью торгов;
- характеризуется свободным ценообразованием;
- ведется биржевыми посредниками функции биржи.

Биржа выполняет следующие основные функции:

- выявление и регулирование рыночных цен;
- гарантирование выполнения сделок;
- всесторонняя организация биржевых торгов;
- разработка и стандартизация биржевых контрактов;
- информационная деятельность.

Каждая биржа самостоятельно определяет регламент проведения и заключения биржевых операций. Кроме того, она разрабатывает специальные правила, регулирующие отношения между контрагентами по поводу:

- подготовки сделки;
- непосредственного совершения сделки;
- оформления заключенной сделки;
- ее исполнения;
- расчетов по сделкам.

*Этапы биржевой сделки.* Любая биржевая сделка может быть расчленена на три этапа: первый этап — оформление и регистрация заявок; второй — принятие заявок в биржевой торг и их исполнение при заключении сделок; третий этап — регистрация биржевой сделки на бирже и расчеты по сделкам.

*Брокеры и дилеры.* В мировой биржевой практике существует два вида агентов — брокеры и дилеры. Брокеры — это финансовые посредники, регулирующие на биржевом рынке по договору комиссии, т.е. выполняют поручения клиента от его имени за фиксированное комиссионное вознаграждение, это финансовые посредники, осуществляющие финансовые операции исключительно от своего имени и за свой счет на основе договора поручения. Условно их еще называют Быками и Медведями. Бык — тот, который скупает или сохраняет ранее купленные ценные бумаги в ожидание повышения цен. Медведь — тот, кто стремится спровоцировать понижение цен путем продажи имеющихся у него на руках акции с тем чтобы через какое-то время приобрести их по более низкой цене.

## **Валютные биржи.**

Валютные биржи создавались для организации и обслуживания иностранной валюты. Как уже отмечалось, в развитых странах определенно прослеживается тенденция к преобразованию биржевого валютного рынка. Отсутствие в этих странах жесткого валютного регулирования позволяет участникам беспрепятственно пользоваться внебиржевыми свойствами в целях купли-продажи иностранной валюты. В Германии функционирует пять валютных бирж. Официальный курс устанавливается каждый торговый день отдельно по всем торгуемым валютам по результатам торгов. Валютный рынок в Германии скорее всего следует рассматривать как двухъярусный, так как помимо официального валютного курса, преимущественно используемого кредитными институтами для их расчетов с небанковскими учреждениями, одновременно участвует плавающий рыночный валютный курс на межбанковском валютном рынке, что правомерно во всяком случае до полного перехода германской марки на Евро.

## **Особенности валютных бирж.**

Развитие валютных бирж по сравнению другими их видами имело ряд существенных особенностей. В первую очередь это связано с тем, что до перехода на Генуэзскую валютную систему в 1922 г. между странами мира не существовало устойчивых и формализованных валютных отношений. Несмотря на то, что английский фунт имел золотое содержание еще с 1816 г., доллар США — с 1837 г., а немецкая марка с 1875 г., до 1922 г. золото оставалось единственным общепризнанным платежным средством (за редким исключением). Прямые валютные курсы между валютами не рассчитывались, а устанавливались паритеты в соответствии с золотым содержанием валют. Таким образом, биржевым товаром выступали не валюты, а золото на биржах, больше носящих черты товарных (при расчетах любые золотые монеты взвешивались на весах). С 1922 г. начался активный процесс юридической и во многом фактической демонетизации золота — вначале с перехода к золотодевизному стандарту, а после 1971 г., и в частности в связи с принятием Ямайской валютной системы в 1976 г., к официальной демонетизации золота.

*Возрастание роли валютных бирж.* По мере демонетизации золота роль валютных бирж неуклонно возрастала. Однако коренной прорыв в начале 80-х годов в области персональных ЭВМ на фоне плавающих валютных курсов подвел черту в развитии валютных бирж, уступив место внебиржевым электронным системам. В настоящее время биржевая деятельность претерпевает существенные изменения. Уже несколько десятилетий национальные биржи развитых стран находятся под сильным воздействием таких факторов формирования международных экономических отношений, как интернационализация, интеграция и соответственно ускоренное движение капитала. Кроме того, практически полная отмена ограничений на перемещение капитала в последние два десятилетия в развитых странах, а также переход к режиму плавающих валютных курсов и приобретение национальными валютами (американский доллар, японская иена, немецкая марка) статуса свободно используемых или свободно конвертируемых

(СКВ) создали объективные предпосылки для перехода наиболее крупных национальных бирж в разряд международных.

### **Биржевой аукцион.**

Первый этап биржевой сделки — это заявка. После соответствующего оформления (заполнения) заявки вносятся в систему биржевой торговли.

В зависимости от типа биржи (открытая, закрытая), а также состояния рынка торгуемого актива, в первую очередь его ликвидности, существуют различные формы проведения биржевого аукциона или торга. При не большом объеме спроса или предложения торговля проводится в форме простого аукциона. Различают три вида простого аукциона:

1. Английский;
2. Голландский;
3. Заочный.

В современной международной практике состояние валютного рынка ценных бумаг характеризуется высокой ликвидностью. Это предопределяет выбор формы двойного аукциона. Существует две формы двойных аукционов:

1. Онкольный;
2. Непрерывный.

При онкольном аукционе уполномоченный биржи концентрирует заявки на покупку и продажу, а затем устанавливает цену, максимизирующую биржевой оборот. Таким образом, устанавливается клиринговая цена, по которой продавцы и покупатели заключают сделки. Через некоторое время, по мере очередного поступления достаточного количества заявок, уполномоченные биржи снова устанавливает цену, максимизирующую биржевой оборот. В результате каждый «залп» очищает рынок от наибольшего количества заказов крупнейшие из таких залповых рынков — это биржи Австрии, Бельгии и Германии, что свидетельствует о наличии постоянного спроса и предложения торгуемый актив, о ликвидности рынка и позволяет перейти к непрерывному аукциону.

*Сделки на фондовых биржах.* Под биржевыми операциями, или биржевыми сделками с ценными бумагами, понимают торговые сделки, направленные на установление, прекращение или изменение прав и обязанностей участников операций в отношении ценных бумаг, допущенных к котировке и обращению, заключенные в биржевом помещении в установленные часы работ биржи. Под формулировкой в отношении ценных бумаг, допущенных к котировке и обращению имеется в виду процедура листинга — включение в список торгуемых ценных бумаг. Всякой компании необходимо внести в список соответствующей биржи свои ценные бумаги, что является обязательной предпосылкой для пропуска к торговле.

Таким образом, листинг — это система поддержки рынка, которая создает благоприятные условия для организованного рынка, позволяет выявить наиболее надежные и качественные ценные бумаги и способствует повышению их ликвидности. Самыми жесткими требованиями к листингу считаются требования

Нью-Йоркской фондовой биржи. Чтобы быть допущенным к котировке на ней, компания должна иметь прибыли до выплаты налогов за последний год — не менее 2,5 млн. долл.

Теоретически используется три вида кассовых сделок:

- «сегодня» — валютирование (расчеты) в день заключения сделки;
- «завтра» — валютирование на следующий день со дня заключения сделки;
- «спот» — валютирование на второй день со дня заключения сделки.

Однако в мировой практике расчеты по кассовым биржевым валютным сделкам принято осуществлять исключительно на условиях «спот».

Вторым видом валютных сделок является срочная, или форвардная, сделка. Необходимость таких сделок вызывается стремлением ее участников заблаговременно установить курс, по которому будут происходить расчеты по валютным сделкам в будущем. Сущность форвардной валютной сделки заключается в том, что продавец берет на себя обязательство через определенный срок (в пределах одного года) передать покупателю валюту, а покупатель обязуется принять ее и оплатить в соответствии с условиями сделки.

В основе срочного (форвардного) курса лежит курс кассовых сделок, сложившийся на момент заключения форвардной сделки, а также надбавки (репорт, ажио) или скидки (депорт, дизажио). Размер репорта или депорта зависит не только от объема форвардных сделок, но и от разницы в процентных ставках по отдельным валютам. Эти надбавки и скидки именуется ставками «своп». Курс по срочной сделке определяется как соотношение спроса и предложения на валютном рынке в момент заключения сделки, разницей в процентных ставках по отдельным валютам.

При расчете форвардного курса на основе информации из различного рода бюллетеней следует прибавлять репорт или вычитать депорт из кассового курса.

Опцион — договор купли-продажи какого-то актива, в соответствии с которым покупатель опциона приобретает право (не обязательство) купить или продать этот актив до или на установленную дату в будущем по цене, согласованной в момент заключения сделки, с уплатой за это право определенной суммы денег, называемой премией. Продавец опциона обязан исполнить свои конкретные обязательства, если покупатель (держатель) опциона решает его исполнить. Покупатель имеет право исполнить опцион, т.е. купить или продать актив, только по цене, которая зафиксирована в контракте. Премия (цена опциона) всегда уплачивается покупателем продавцу

*Типы опциона.* С точки зрения сроков исполнения опцион подразделяется на два типа:

- американский: он может быть исполнен в любой день срока истечения контракта;
- европейский: этот тип может быть исполнен исключительно в день истечения контракта; иметь прибыль за два предыдущих года — не менее 2 млн. долл.; иметь в собственности чистую стоимость материальных активов на 18 млн.

долл.; обладать количеством акций в публичном владении — не менее чем на 2 млн. долл.; контролировать курсовой стоимостью акции — не менее чем на 18 млн. долл.; обладать минимальным числом акционеров, владеющих 100 акциями, т. е., — не менее 2000; среднемесячный объем торговли акциями данного эмитента должен составлять не менее 100 тыс., долл. в течение последних 6 мес.

Эти требования на деле означают, что лишь небольшое число крупнейших операций может соответствовать таким высоким требованиям. Объектом отношений с ценными бумагами могут быть: а) акции; б) облигации (государственные, муниципальные, корпоративные); в) векселя (государственные, муниципальные, корпоративные); г) депозитные сертификаты, американские депозитарные расписки; е) производные ценные бумаги (фьючерсы и опционы на ценные бумаги); ж) фьючерсные сделки.

***Фьючерсные сделки - это операции на товарной и фондовой биржах, при которых акция должна быть передана, а деньги уплачены в обусловленный срок в течение месяца.***

Фьючерсные сделки представляют собой важный инструмент решения проблемы неопределенности цен. На Западе существуют организованные рынки будущих поставок многих товаров и ценностей, таких, как пшеница кукуруза, прочие зерновые, кофе, сахар, мед, мазут, фанера, денежные средства казначейские билеты, некоторые виды облигаций и др. Цены на них подвержены значительным колебаниям. Поэтому образовались особые фьючерсные рынки, позволяющие заинтересованным лицам и организациям снизить степень риска, связанного с неопределенностью будущих продажных и повышенных цен.

На фьючерсном рынке заранее объявляется цена на поставку, например, пшеницы в будущем (в период до 1,5 года). Стандартный контракт (договор на поставку пшеницы) определяет ее количество и дату будущей поставки. За лучшим исключением, обязательства фьючерсных сделок выполняются в момент уплаты или получения разницы в цене, а не через поставки реального товара.

### **Виды опционов**

Выделяют обычно следующие виды опционов:

Call (на покупку) — дает право его держателю купить актив;

Put (на продажу) — дает право его держателю продать актив.

*Внебиржевой рынок опционов.* Внебиржевой рынок в последние несколько десятилетий, по мере развития биржевого рынка, существенно сократился. Биржевая техника торговли опционами во многом схожа с фьючерсной торговлей. Как и фьючерсные контракты, они являются стандартизированными контрактами и единственной оценкой является цена. Границы спреда (разница между ценами покупки и продажи) устанавливаются самими биржами в зависимости от цен опциона. Такая система организации торгов обеспечивает высокую ликвидность контрактов, так как в любое время их можно купить или продать по определенной цене.

### **Международные биржи.**

Отмечена следующая закономерность в странах, в которых функционируют международные биржи: общее количество национальных бирж значительно сократилось, а в некоторых из таких стран в результате объединительного процесса функционируют всего по одной бирже на каждый вид торгуемого товара. Приобретение национальными валютами отдельных стран статуса свободно конвертируемой валюты (СКВ) и соответственно отмена необходимости жесткого контроля над валютными биржами со стороны государства (в отличие от других видов бирж) способствовали непрерывному сокращению перспектив в будущей биржевой торговле валютой, о чем свидетельствуют современные тенденции мирового развития финансовой деятельности, что отмечается многими исследователями. Знаменательно и то, что ни в одной стране с «ключевой» или «твердой» валютой нет специализированной валютной биржи. Валютный рынок носит характер исключительно межбанковского.

Фьючерсные, опционные и другие срочные контракты на иностранную валюту распространены на соответствующих специализированных фьючерсных или опционных биржах. Поэтому в дальнейшем под международными валютными биржами в развитых странах скорее всего будут иметься в виду фьючерсные и опционные биржи. Отметим, что в настоящее время только в Германии по-прежнему функционирует высокоразвитый биржевой валютный рынок. В конце 90-х годов в мире существовало около 100 крупных бирж (кроме товарных), среди которых около 55 вошедших в список мировых рынков. Большинство из них было сосредоточено в США (13), затем в Японии (9) и Германии (9). Необходимо прежде всего отметить следующие международные биржи:

- Чикагская биржа опционов;
- Нью-йоркская фьючерсная биржа;
- Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов и опционов;
- Немецкая биржа срочных контрактов;
- Парижская биржа опционов;
- Сингапурская международная валютная биржа.

Фондовые биржи. Среди фондовых бирж необходимо выделить следующие, имеющие глобальное значение по масштабу своих операций:

- Нью-йоркская фондовая биржа;
- Токийская фондовая биржа;
- Лондонская фондовая биржа;
- Франкфуртская фондовая биржа;
- Парижская фондовая биржа.

Таким образом, международные биржи представляют собой особый вид постоянно действующего оптового рынка, участниками которого могут быть представители деловых кругов разных стран, на котором совершаются сделки купли-продажи на определенные товары, становящиеся объектами купли-продажи на этих рынках.

Особое значение имеет спекулятивный аспект деятельности международных бирж. Хотя он не настолько выражен, как на внебиржевых электронных системах, между деятельностью международных бирж и спекулятивными операциями существует прямая зависимость. Международные спекулянты охотятся за высокодоходными и в то же время надежными инвестиционными документами. А именно биржевые рынки отличаются наиболее высокой надежностью, вследствие чего и притягивают огромные денежные средства спекулятивно настроенных инвесторов. И в этой их направленности огромное значение имеет интернет, как инструмент проведения молниеносных операций.

*Нью-йоркская фондовая биржа (НФБ).* Нью-йоркская фондовая биржа возникла в 1871 г. Свое нынешнее наименование биржа получила в 1863 г. В течение многих лет НФБ была добровольной ассоциацией, с 1972 г. она является некоммерческой корпорацией, находящейся в собственности своих членов. С 1953 г. количество членов НФБ остается неизменным — 1366. Для того чтобы стать членом биржи, необходимо приобрести на ней конкретное место, цена которого колеблется в зависимости от спроса и предложения. Примерно третья часть всех мест на бирже арендует СМИ. Членами НФБ являются физические лица. Согласно уставу любая фирма а настоящее время может стать ассоциированным членом НФБ, если ее сотрудник является членом биржи.

К торговле на НФБ допускаются только ценные бумаги, прошедшие листинг. В отличие от бирж европейских стран здесь нет так называемых ценных бумаг «второго» или «третьего» списка. На бирже существуют единые требования для всех ценных бумаг, которыми можно торговать на НФБ. При этом требования листинга на НФБ самые жесткие по сравнению с остальными биржами США и даже в сравнении с биржами, действующими в других странах мира. Например, торговля ценными бумагами осуществляется только в строго определенном для данной бумаги месте — у соответствующего торгового поста, которых в общей сложности насчитывается 16 единиц. За каждым торговым постом закреплено несколько десятков акций.

*Типы специалистов на бирже.* Согласно правилам биржи существует четыре типа специалистов:

- регулярные;
- вспомогательные — они могут брать на себя исполнение функций регулярных в их отсутствие;
- ассоциированные — они оказывают помощь регулярным, но не вправе объявлять котировки и не могут совершать сделки за собственный счет;
- все их действия возможны только в присутствии регулярного или вспомогательного специалиста;
- временные — эти специалисты назначаются администрацией биржи при возникновении чрезвычайной ситуации или когда этого требует возросший объем операций.

На специалиста возложено выполнение следующих двух функций:

- выполнение лимитированных заявок, которые ему передают другие члены биржи, если текущая рыночная цена заметно отличается от цены, указанной в приказах. Исполняя эти заявки от имени других членов биржи, когда рыночная цена совпадает с ценой заявки, специалист дает возможность последним заниматься исполнением других приказов;
- деятельность в качестве дилера или принципиально за собственный счет специалист должен, насколько это возможно, поддерживать рынок акций, за которые он несет ответственность. В случае возникновения временной диспропорции между спросом и предложением специалист обязан покупать или продавать «бумаги» за собственный счет, чтобы не допустить резкого изменения цен и придать рынку «глубину». Тем самым специалист обеспечивает преемственность и непрерывность динамики курса акций и увеличивает ликвидность рынка.

*Другие действующие участники (главы) биржи.* Брокеры торгового зала или двухдолларовые брокеры. Они выполняют поручения комиссионных брокеров, если они не успевают исполнить заказы.

Зарегистрированные трейдеры. По сути это те же дилеры, но в отличие от специалистов они не отвечают за результаты движения акций. Эти члены биржи имеют право совершать операции с любыми ценными бумагами от своего имени и за собственный счет, однако выполнение поручений клиентов им запрещено.

*Заявка.* На НФБ существует несколько видов заявок на покупку-продажу ценных бумаг:

- рыночные / лимитированные;
- стоп-приказы;
- дневные / открытые (без указания срока).

В заявках могут оговариваться специальные условия их исполнения: исполнить по цене открытия, исполнить немедленной или отменить и др.

Процедура исполнения заявок на НФБ следующая: клиенты компаний по ценным бумагам, как правило, дают поручения «зарегистрированным представителям» по телефону. Условия заявки заносятся на карточку, с которой технический сотрудник фирмы вводит все необходимые данные в специальное устройство, которое по каналам связи передает приказ на НФБ. Приказ, разумеется, фиксируется, имея конкретные последствия в формах исполнения (или неисполнения, что случается крайне редко).

Все мелкие заявки (до 2000 акций) поступают из брокерских фирм непосредственно в компьютер специалиста (система, который самостоятельно исполняет их. Время между подачей заявки клиентом своему брокеру и ее исполнением составляет от 30 с до 1 мин. Обычно 15—20% всех заявок исполняется при открытии торгов. Все заявки, поступившие до начала торгов, сортируются, чтобы выявить общую картину спроса и предложения. Задача специалиста — на основе имеющихся лимитных заявок определить цену «бумаги» при открытии торгов. Все парные заявки удовлетворяются по единой цене — цене открытия торгов. Крупные заявки, как правило, поступают из брокерских фирм на



биржу к их представителям. Получив очередной приказ, брокер выполняет его, однако только у соответствующего торгового поста. Если «приказ рыночный», а рынок акций в данный момент достаточно активен, он будет исполнен в так называемой «биржевой толпе» (т.е. в данном случае брокер может проявить «позитивную инициативу»).

Более сложная ситуация возникает, когда брокеру поступает «лимитный приказ». В этом случае брокер доверяет специалисту исполнение заявки на комиссионных началах; в свою очередь специалист заносит эту заявку в свою так называемую «записную книжку».

*Особенности.* Рассмотренные механизмы торговли применяются обычно в случаях совершения сделок с относительно небольшими пакетами акций. Когда речь идет о сделках с крупными блоками акций, вполне очевидно, что они предварительно прорабатываются за пределами торгового зала фондовой биржи, но обязательно исполняются в торговом зале — это ключевое требование рынка. Но другое требование того же рынка состоит в том, что сделки с крупными пакетами осуществляются по ценам, складывающимся в ходе обычного, так называемого непрерывного, «двойного аукциона». В то же время на действующие в настоящее время так называемые «блочные» сделки т.е. сделки с крупными пакетами акций, приходится более половины оборота НФБ. Движение показателей этих последних принципиально определяет весь «климат» биржи.

*Другие фондовые биржи.* Помимо Нью-Йоркской, в США действует целый ряд крупных фондовых бирж, имеющих исключительно важное значение на финансовом рынке не только США, но и в международной финансовой сфере.

*Чикагская биржа опционов.* Чикагская биржа опционов была создана в 1973 г. как дочерняя компания крупнейшей товарной биржи мира — Чикагской торговой палаты. В первые годы торговля на бирже осуществлялась опционами только на 16 видовых акций, причем выписывались только так называемые «колл-опционы». В настоящее время ведется торговля опционами на 1400 видовых акций, в том числе на биржевые индексы, валюту, казначейские облигации и фьючерсные контракты. На Чикагской бирже опционов совершается 55% общего количества опционов в США, что иллюстрирует ее финансовую мощь.

*Особенности.* Торговля ведется традиционным методом, т.е. «с голоса» участники торговли — это «маркет-мэйкеры», выступающие исключительно в роли дилеров (принципиалов), действующих за собственный счет, а также брокеры торгового зала, исполняющие разнообразные виды заявок по поручению инвесторов.

**Токийская фондовая биржа (ТФБ).** Токийская фондовая биржа была основана в 1878 г. и до второй мировой войны являлась коммерческой организацией, преследующей цель получения прибыли. И только в 1949 г. условия функционирования и процедура торговли существенно стали изменяться с учетом мировой торговой ситуации и положения Японии в мировой экономике.

На сегодняшний день членами ТФБ являются только юридические лица; это брокерско-дилерские фирмы, численность которых согласно уставу биржи составляет 124. При этом 123 из них — это так называемые регулярные члены и 1

— «сайтори», представленные на бирже своими сотрудниками. «Регулярные» члены совершают брокерско-дилерские операции, «сайтори» выполняют посреднические операции между регулярными членами, им также запрещено совершать операции за собственный счет. На долю ТФБ приходится свыше 80% биржевого оборота ценных бумаг. Так, в 1998 г. на ней имели листинг акции более 2770 различных эмитентов.

Основной метод торговли на Токийской фондовой бирже — это так называемый «открытый двойной» аукцион: торговля «с голоса» в «биржевой толпе» (конечно, это весьма «специфическая» точка). Курс «открытия» устанавливается залповым методом «сайтори» на основании накопленных заранее заявок на покупку и продажу бумаг. Заявки поступают на биржу из контор фирм — членов биржи по телефону или терминалы компьютеров и затем передаются сотрудникам фирм, работающим в торговом зале. С 1990 г. на Токийской бирже действует система автоматической подачи мелких заявок (до 6000 акций в начале 2001 г.) «сайтори», которые и исполняют их.

Токийская фондовая биржа — одна из немногих крупных фондовых бирж, сохранившая принцип фиксированных комиссионных. Ставка комиссионных зависит от величины сделки и делится на 10 видов. Максимальная ставка 1,15% при сделке на сумму менее 1 млн. йен; минимальная — 0,075% + 785 тыс. йен на сумму свыше 1 млрд. йен. Однако и в данной области происходят изменения. В 1994 г. были отменены фиксированные комиссионные для крупных сделок; в 1998 г. они были опять существенно изменены в соответствии со складывающейся конъюнктурой.

В 80—90-х годах Токийская биржа через ряд решений сняла запрет на деятельность зарубежных брокерско-дилерских фирм, однако максимальная доля зарубежных фирм в ее товарообороте составляла в середине 90-х годов лишь 6% оборота. Тем не менее масштабы международной деятельности Токийской фондовой биржи значительны, поскольку здесь происходит концентрация огромных капиталов, направленных по каналам глобальных финансовых сетей в различные регионы мира. По-видимому, в будущем значение Токийской фондовой биржи значительно повысится с учетом преодоления затянувшейся депрессии в ее экономике.

Исторически биржа рассматривалась как классический статут экономики, формирующий рынок товаров. Она имеет юридическую организационную и экономическую основы деятельности. Биржа — это юридическое лицо, обладающее обособленным имуществом, несущее правовую ответственность, наделенное соответствующими правами на определенные требования. С точки зрения организации своей деятельности биржа представляет сообщество членов биржи — ее организаторов имеющих соответствующим, образом оборудованное «торговое место», предоставляемое в распоряжение членов биржи. С точки зрения экономической — это действующий в соответствии с законными нормативными актами и собственными правилами, на котором совершается торговля товарами, ценными бумагами, валютой и т.д.

Эволюция валютных и фондовых бирж: исторический аспект - впервые предшественники современных национальных бирж появились на рубеже XV—XVI вв. Это были товарные биржи, сразу за ними фондовые, затем валютные, фьючерсные и опционные. Старейшей биржей из сохранившихся настоящего времени считается Амстердамская биржа, которая была организована в 1611 г. Вплоть до 1913 г. Амстердамская биржа была универсальной биржей, осуществлявшей торговлю различными товарами. В дальнейшем превратилась в цивилизованную фондовую биржу, торговля на которой ведется только ценными бумагами.

В состав Лондонской фондовой биржи входят следующие группы фирм и организаций:

- брокерско-дилерские фирмы: они исполняют поручения инвестор куплю-продажу ценных бумаг, хотя сделки ими совершаются за собственный счет. Некоторые из этих фирм выступают в одном качестве — либо брокер, либо дилера;

- маркетмейкерские фирмы — эти фирмы являются членами бирж обязаны котировать определенные ценные бумаги в течение рабочего дня они занимают центральное место во всех операциях, осуществляющихся на бирже;

- брокеры-дилеры — они выступают в роли посредников;

- денежные брокеры фондовой биржи — это члены биржи, обладая правом предоставлять займы денежные средства другим членам биржи также играют важнейшую роль на бирже, имея здесь свою нишу.

О масштабах финансовых сделок Лондонской фондовой биржи свидетельствует то, что на нее также приходится роль международного биржевого рынка по ценным бумагам, в том числе более 90% международной торговли акциями в Европе.

*Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов (ЛМБ).* Лондонская международная биржа фьючерсов была создана в 1982 стала первой биржей финансовых фьючерсов, находящейся не в США. 215 членом ЛМБ — представители финансовых институтов, промышленных групп, а также физические лица — опытные трейдеры, торгующие за собственный счет. Эта биржа является типичной международной биржей: 30% ее членом — английские фирмы, в середине 90-х годов примерно половина приходилось на европейские, американские и японские фирмы, В настоящее время доля западноевропейских фирм возросла, японских значительно уменьшилась, а американских осталась на первоначальном уровне. На бирже продавалось ежедневно в среднем около 850 000 контрактов при этом объем торговли в начале нынешнего десятилетия ежегодно увеличивался примерно на 50%.

Основной метод торговли на бирже — совершение сделок между брокерами-дилерами и маркет-мэйкерами в специальных биржевых ямах путем «с голоса» и с помощью стандартных сигналов руками. У каждой «ямы» находится представитель биржи, который следит за порядком и выполняет роль арбитра при возникновении споров.

В торговле опционами также участвуют маркет-мэйкеры, берущие на себя обязанность постоянно контролировать опционы, за которые они отвечают. По этим опционам они не могут выступать в качестве брокеров, т.е. работ на комиссионной основе, по другим опционам запретов нет. Остальные участники, брокеры-дилеры могут совершать сделки в качестве брокеров-дилеров самостоятельно котировать опционы. Расчеты по всем сделкам проходят через Лондонскую клиринговую палату (ЛКП), что позволяет участникам выйти из игры, заключив противоположный контракт, не осуществляя реальной поставки и не выплачивая полной суммы за купленные финансовые инструменты, т.е. участник сделки всегда имеет возможность закрыть свою длинную или короткую позицию.

*Международные фондовые организации, регулирующие биржевую деятельность.* К таковым относятся международные организации и ассоциации, основными, из которых являются следующие:

- Международная федерация фондовых бирж. Она занимается координацией и выработкой единых стандартов. На членов федерации приходится в общей сложности 98% всех мировых капитализированных финансовых средств.

- Международная организация комиссий по ценным бумагам. Членами являются соответствующие (регулятивные) органы стран — участниц фондовых рынков. Эта организация также отрабатывает возможности улучшения работы на базе координации, сотрудничества и изучения взаимного опыта.

- Ассоциация участников международных фондовых рынков. Эта ассоциация является практически единственной организацией, регулирующей международный рынок еврооблигаций; она состоит из профессиональных участников, и прежде всего крупнейших транснациональных банков.

- Международная ассоциация фьючерсных рынков (ПА). Эта организация также играет важную роль в регулировании биржевой деятельности на соответствующих национальных, региональных и глобальных рынках.

Говоря о «регулировании», надо помнить, что деятельность международных организаций в основном носит рекомендательный или консультационный характер. К примеру, ими подготавливаются комплексные отчеты по текущей деятельности бирж, разрабатываются международные стандарты, проводятся теоретические исследования. О возрастании роли международных бирж свидетельствует появление тенденции по относительному снижению влияния национальных регулирующих органов, в особенности роли дарственных органов, хотя это снижение не есть «уход государства» из сферы финансового регулирования. Скорее речь идет о новых формах регулирования и оптимизации функций государства, сокращении его прямых форм воздействия в направлении универсализации косвенных форм регулирования с акцентом на усиление элементов наднационального и глобального регулирования.

В целях оперативной оценки и прогнозирования динамики курсов акций и простоты использования данных по рынку ценных бумаг с большим количеством эмитентов широко используются обобщающие показатели движения цен на

фондовых биржах, которые получили название фондовых индексов. Например, на Нью-Йоркской фондовой бирже обращаются ценные бумаги более 5000 эмитентов, на Лондонской бирже — также более 4000 национальных акционерных обществ, Токийской — около 3000 национальных компаний, Франкфуртской — около 2500 эмитентов. Индекс отражает смешанный курс определенного количества акций, одновременно он показывает состояние экономики. Если сохраняется устойчивая тенденция роста индекса, то означает, что экономика страны находится на подъеме, если индекс падает это признак неблагоприятных тенденций в экономике или в каком-нибудь секторе. Индексы показывают среднее значение курсовой стоимости акции определенных компаний, которые наиболее точно отражают текущее положение на рынке.

### **Ключевые слова:**

*Биржа. Фондовые биржи. История фондовых бирж. Особенности бирж. Классическая биржа. Ярмарки. Товары на биржах. Требования к товарам. Контроль на рынке ценных бумаг. Гаранты. Сегменты. Фондовый рынок. Операции на бирже. Свойства. Этапы сделок. Брокеры. Дилеры. Опцион. Типы опциона. Фьючерсные сделки. Международные биржи. Специалисты. Виды деятельности и функции специалистов. Фондовые биржи. Токийская биржа. Лондонская биржа.*

### **Вопросы для самоконтроля:**

1. Что такое биржа?
2. Какой деятельностью занимаются биржи?
3. Какие организации считались предшественниками бирж?
4. Какие товары распространялись на биржах?
5. Каковы основные требования на товары на биржах?
6. Опишите основные способы контроля на рынках ценных бумаг.
7. Каковы свойства биржевой деятельности?
8. Каковы этапы сделок на биржах?
9. Чем отличаются валютные биржи от других видов бирж?
10. Что происходит на биржевых аукционах?
11. Кто является специалистами на биржах?
12. Каков основной тип деятельности специалистов на биржах?
13. Какие типы бирж Вы знаете?
14. Что такое фондовые биржи?
15. Опишите опыт основных мировых фондовых бирж.

## **ГЛАВА 5. МОДЕЛЬ ПРИВАТИЗАЦИОННОГО ПРОЦЕССА В РЕСПУБЛИКЕ УЗБЕКИСТАН**

Модель приватизационного процесса в Республике Узбекистан имеет ряд особенностей, нормативно закрепленных в Программах и других правительственных документах, широко освещаемых в средствах массовой информации. Процесс приватизации необычайно сложен и специфичен, что требует пристального внимания ученых и специалистов. Одним из важнейших элементов реформ в Узбекистане является секторный подход к приватизации и разгосударствлению собственности государственных предприятий, который подробно описан в книге В. Чжена “Основы приватизации”.

Исходным пунктом построения модели является не искусственный предмет, соответствующий определенной цели, а процесс преобразования, который оформляется человеком, чтобы изменить существующее состояние мира для удовлетворения человеческих потребностей.

На основании приобретенного опыта была смоделирована отраслевая концепция приватизации и разгосударствления, которая позволила производить перестройку отрасли, решая разноплановые задачи. Это отраслевой баланс цен, отраслевая рыночная инфраструктура, методика определения стоимости объектов, прогнозирование функционирования отрасли в рыночных условиях для дальнейшей реализации и совершенствования секторного подхода к приватизации. Госкомимуществом проводится анализ действующей структуры в каждой отрасли, т.е. изучение финансово-хозяйственной деятельности отдельных предприятий в предприватизационный и постприватизационный период, оценка их финансового состояния, места и роли в отрасли и на рынке. На базе накопленной информации совершенствуется ранее принятая отраслевая концепция приватизации и разгосударствления, что позволяет углубить процессы перестройки в отрасли, развивая внутреннюю рыночную инфраструктуру, прогнозируя функционирование отрасли в рыночных условиях, создавая отраслевые структуры управления на негосударственной основе, совершенствуя нормативно-правовую базу, осуществляя идеологическую работу среди населения с целью ускорения дальнейших преобразований экономики республики.

### **Этапы процесса разгосударствления и приватизации.**

При проведении первого этапа приватизации и разгосударствления (1992-1993гг.) по минимальной цене были приватизированы малые предприятия и жилищный фонд. Владельцами, в основном, стали работники этих предприятий и жильцы. Было приватизировано около 64 тыс. объектов государственной собственности, на основе которых создано свыше 18 тыс. семейных предприятий и 1700 акционерных обществ закрытого типа, в которых большая часть акций принадлежала работникам предприятий. Этот этап охватывал приватизацию предприятий сферы торговли, общественного питания и бытового обслуживания населения, а также мелких предприятий легкой промышленности, строительства и транспорта. Более 700 совхозов преобразованных в коллективные хозяйства, кооперативы и арендные предприятия.

Второй этап (1994-1995гг.) включал приватизацию почти 18 тыс. малых, средних, крупных предприятий. Большая часть предприятий была преобразована в акционерные компании открытого типа. Были определены четыре основных пакета акций - в распоряжении государства сохранялось до 25% акций, работники предприятий получали до 25%, остальные (не менее 50%) выставлялись на свободную продажу, в т.ч. иностранным инвесторам (более 25%). К концу 1994 года негосударственный сектор производил около половины ВВП. В 1995 г. продолжалась приватизация средних предприятий, как путем продажи с аукциона и выпуска акций, так и посредством проведения тендера. В результате изменения формы собственности более 1 млн. чел. стали владельцами приватизированных квартир, около 2 млн. представителей трудовых коллективов стали владельцами акций, 3 млн. семей получили земельные наделы для личного подсобного хозяйства общей площадью 550 тыс. га, около 200 тыс. га получили фермеры. Отказ от использования ваучерной системы оказался оправданным. Адресная направленность реформ позволяет с уверенностью сказать, что в республике с населением в 22 млн. чел. нет ни одного человека, которому приватизация прямо или косвенно, через членов семей, наделила бы определенными благами.

Третий этап приватизации и разгосударствления (1996-2000гг) определил четыре основных пакета акций:

- 25% принадлежит государству;
- 26% принадлежит трудовому коллективу;
- 25% распространяется иностранным инвесторам;
- 24% выставляется на свободную продажу.

В процессе приватизации и разгосударствления принимались меры по созданию фондового рынка, рынка недвижимости, создавалась рыночная инфраструктура (фондовая биржа, национальный депозитарий, инвестиционные фонды, брокерские конторы, фондовые магазины, биржа недвижимости, брокерские конторы по реализации движимого и недвижимого имущества и т.п.), была сформирована программа построения информационно-телекоммуникационной сети, которая воплощается поэтапно в жизнь. Построен и введен в эксплуатацию Республиканский биржевой центр, в котором размещены вновь созданные предпринимательские структуры фондового рынка.

В качестве принципиальной основы правительство приняло схему, по которой крупномасштабная приватизация будет проводиться посредством создания частных и приватизационных инвестиционных фондов, которые приобретают акции предприятий у Госкомимущества, а свои собственные акции реализуют путем широкой продажи на фондовом рынке гражданам республики и иностранным инвесторам.

Схема массовой приватизации, применяемая в Республике Узбекистан, состоит из двух основных компонентов:

- приватизационные инвестиционные фонды (ПИФы), которые являются держателями акций приватизированных предприятий;

- компании по управлению инвестиционными фондами, держатели акций через свое правление будут контролировать деятельность каждого фонда.

Как ПИФы, так и компании по управлению будут формироваться на основе личной заинтересованности и получения лицензий на свою деятельность от соответствующих государственных учреждений. Инвестиционные фонды будут иметь опцион на покупку до 30% акций приватизированных наиболее рентабельных средних и крупных предприятий. Затем фонды будут выпускать свои акции для широкой продажи, чтобы привлечь свободные средства у населения.

Правительство учредило специальную кредитную линию в форме права на покупку акций предприятий приватизированными инвестиционными фондами с отсрочкой платежа на семь лет. Кредиты будут выдаваться только тем фондам, которые будут иметь лицензию и смогут реализовать определенный пакет собственных акций самостоятельно.

Таким образом, фонды будут платить за акции предприятий частично наличными деньгами (средства, полученные от продажи акций “для свободной продажи”, а также за счет кредитов от Госкомимущества для содействия созданию фондов частным лицам будет разрешено вносить первоначальный учредительный капитал, необходимый для регистрации ПИФа в качестве акционерной компании, путем специального выпуска акций (учредительная комиссия) фонда.

### **Приватизационные инвестиционные фонды (ПИФ).**

Приватизационные инвестиционные фонды являются разновидностью инвестиционных фондов. Они создаются с целью привлечения широких слоев населения к процессу приватизации и призваны аккумулировать денежные средства населения с последующим их направлением на приобретение акций приватизируемых государственных предприятий. ПИФ является открытым акционерным обществом, которое осуществляет деятельность по привлечению средств в ценные бумаги приватизируемых предприятий за счет эмиссии собственных акций, инвестирования собственных средств и полученных специальных государственных кредитов, торговле ценными бумагами, участию в качестве акционера в развитии и повышении эффективности предприятий, акциями которых он владеет.

ПИФы имеют следующие отличительные особенности:

- возможность приобретения до 30 процентов от общего количества выпускаемых акций приватизируемого предприятия;
- возможность инвестирования не более 10 процентов своих общих активов в ценные бумаги одного эмитента;
- возможность получить специальный государственный кредит;
- право инвестировать средства только в акции приватизированных предприятий и государственные ценные бумаги.



***ПИФ - это инвестиционный фонд закрытого типа, то есть выпускает ценные бумаги без обязательства их выкупа.***

Продажа акций, составляющих инвестиционный портфель ПИФа осуществляется только после завершения размещения собственных акций среди населения на биржевом и внебиржевом рынках ценных бумаг, организованного профессионалами. На деятельность ПИФа распространяют ограничения установленные для инвестиционных фондов.

### **Особенности создания и деятельности ПИФов.**

ПИФ не может иметь менее двух учредителей. Учредителями и акционерами ПИФа могут быть юридические и физические лица, в том числе предприятия, в уставном фонде которых доля государства составляет менее 25 процентов. Уставный фонд ПИФа должен быть сформирован исключительно за счет внесения денежных средств, причем учредители обязаны оплатить 100 процентов стоимости уставного фонда не позднее 30 дней со дня государственной регистрации.

Важной особенностью деятельности ПИФов является то, что банковские операции по расчетному счету могут осуществляться управляющей компанией только по согласованию с уполномоченным лицом Центрального депозитария, подтверждающим целевое использование средств ПИФа.

При первичном размещении акции ПИФов реализуются через фондовые магазины и другие пункты продажи по номинальной стоимости - 100 сумов. При первичном размещении каждый гражданин Узбекистана имеет право приобретать акции ПИФов по номинальной стоимости после регистрации фактически оплаченного уставного капитала по итогам размещения его акций населению. Доля участия каждого акционера (учредителя) не может превышать на срок более одного месяца 5 процентов уставного капитала.

Реализация акций ПИФов осуществляется распространителями в лице инвестиционных институтов (фондовых магазинов), банков, имеющих лицензии на право осуществления операций с ценными бумагами. распространения акций всех зарегистрированных ПИФов являются Народный банк Республики Узбекистан, а также другие коммерческие банки, отвечающие требованиям органа по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг. Расходы институциональных распространителей по реализации акций ПИФов покрываются за счет средств Госкомимущества, поступающих от реализации акций ПИФам, в размере, не превышающем 2 процента от суммы реализованных им акций. По мере возвращения основной части специального государственного кредита ПИФы обеспечивают возврат средств, потраченных Госкомимуществом на оплату услуг институциональных распространителей, приходящихся на соответствующий пакет реализованных населению акций ПИФа.

Акции ПИФа являются простыми, именными. Каждая акция дает право одного голоса на общем собрании акционеров и право на получение дивидендов. ПИФ может осуществлять только два выпуска акций. Первый выпуск акций ПИФа производится при учреждении ПИФа в покрытие внесенных учредителями вкладов в уставный фонд. Второй выпуск акций осуществляется для реализации акций населению и должен быть произведен не позднее 3 месяцев после

государственной регистрации ПИФа. Размещение акций ПИФов второй эмиссии осуществляется в течение 6 месяцев со дня регистрации проспектов второй эмиссии.

ПИФы не имеют права:

- предлагать к продаже акции (кроме распределяемых между учредителями) до получения лицензии инвестиционного института;
- публиковать и рекламировать размеры предполагаемых доходов при размещении своих акций;
- продавать свои акции юридическим лицам (кроме учредителей);
- выкупать свои акции у акционеров.

После государственной регистрации выпуска акций ПИФа они могут свободно обращаться на биржевых и внебиржевых рынках ценных бумаг.

Все операции с акциями ПИФов и ценными бумагами, принадлежащими ПИФам, должны учитываться только в Центральном депозитарии.

### **Особенности механизма приобретения ПИФами акций приватизированных предприятий.**

Постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан 410 от 25 сентября 1998 г. утвержден перечень 200 открытых акционерных обществ с количеством акций, предлагаемых для продажи ПИФам через аукционы. Кроме того, в дополненном перечню Госкомимущества разрешено выставлять на продажу ПИФам принадлежащие Государству акции приватизируемых предприятий в размере превышения над долей 25 процентов от уставного фонда по предприятиям не вошедшим в список стратегических, а также акции приватизируемых предприятий из доли, предназначенной для свободной продажи, в том числе иностранным инвесторам, в размерах, восстанавливающих долю ПИФов в уставном фонде этих предприятий (в пределах до 30 процентов Уставного фонда), имеющуюся у них до проведения реструктуризации весной 1997 года.

Акции приватизируемых предприятий должны продаваться ПИФам по фиксированной цене, равной номинальной стоимости. Покупательная способность ПИФов по открытой подписке на акции по фиксированной цене определяется, исходя из сумм, поступивших от реализации акций фонда населению, и внесенных учредительных взносов органом, уполномоченным госкомимуществом определяется порядок торгов. Дата проведения открытой подписки должна быть объявлена в средствах массовой информации за недельный срок до ее проведения если количество заявок на приобретение акций одного эмитента превышает предлагаемое количество, то распределение акций производится пропорционально данным заявкам, с учетом фактически оплаченного (на дату проведения аукциона) уставного фонда каждым подавшим заявку ПИФом. Акции, оставшиеся непроданными ПИФам в первом раунде открытой подписки, предлагаются к открытой продаже на биржевом рынке. Далее, если в течение шести календарных дней после выставления на бирже эти акции не будут проданы, они в течение последующих 15 дней предлагаются ПИФам во

втором раунде открытой подписки, где продажа начинает осуществляться по цене, равной номиналу акций, а при отсутствии спроса происходит поэтапное снижение цены акций, но не ниже 85 процентов от их номинальной стоимости. При покупке ПИФом акций во втором раунде открытой подписки государственный кредит ПИФу не предоставляется, если спрос на указанные акции отсутствует и во втором раунде открытой подписки, их эмитенты исключаются из утвержденного списка приватизированных предприятий предназначенных к реализации ПИФам. После продажи акций Москомимущество безотлагательно передает право на владение акциями покупателю.

### **Получение ПИФами специальных государственных кредитов.**

Специальные государственные кредиты выдаются ПИФам Госкомимуществом в виде отсрочки платежа за приобретенные акции приватизируемых предприятий. Кредит предоставляется на 5 лет. оформление кредита осуществляется по заявке ПИФа только при покупке акций приватизируемых предприятий у Госкомимущества и наличии необходимого залогового обеспечения. Залогом под кредиты могут быть любые принадлежащие ПИФу активы - акции приватизированных предприятий ценные бумаги, денежные средства и т.п. Обеспечение должно быть представлено на полную сумму выдаваемого кредита. Собственными денежными средствами ПИФ оплачивает 30 процентов стоимости пакета акций приватизируемого предприятия, а оставшиеся 70 процентов стоимости пакета акций выкупаются за счет кредита.

Погашение кредита производится путем перечисления ПИФом денежных средств на специальный счет Госкомимущества начиная со второго года, следующего за годом предоставления кредита. После погашения задолженности по государственному кредиту ПИФ может быть преобразован в обычный инвестиционный фонд. При этом такой инвестиционный фонд уже утрачивает право приобретения акций приватизируемых предприятий по номинальной стоимости и получения новых государственных кредитов.

В странах с развитой рыночной экономикой организации, подобные инвестиционным и приватизационным фондам, считаются весьма устойчивыми в финансовом положении, поскольку в законодательном порядке обеспечивается диверсификация вложений их средств в различные предприятия, а ограничения деятельности не позволяют ПИФам сделать ошибку коммерческого характера. Ввиду обязательного присутствия в штате таких организаций либо их управляющих компаний высококлассных специалистов, умеющих делать правильные прогнозы перспектив различных предприятий, портфель акций оказывается, как правило, оптимальным, что позволяет акционерам фондов в конечном итоге иметь, по крайней мере, среднюю норму дивидендов.

В странах с переходной экономикой имеется вероятность убыточной деятельности и банкротства приватизационных инвестиционных фондов, поскольку далеко не все приватизированные предприятия оказываются настолько рентабельными, чтобы обеспечить достаточный уровень дивидендов.

Законодательством Узбекистана предусмотрено, что если ПИФ обанкротился или ликвидируется по другим причинам, ликвидация его активов проводится

ликвидационной комиссией в форме открытого аукциона, в котором может принять участие любое лицо, имеющее право приобретать акции приватизированных предприятий.

В Узбекистане с осени 1998 года доходы инвестиционных и приватизационных инвестиционных фондов, полученные в виде дивидендов от акций приватизированных предприятий, освобождены от налогов, сборов и платежей во внебюджетные фонды. Не подлежат налогообложению и доходы, направляемые фондами на покупку акций приватизируемых предприятий.

### **Ключевые слова:**

*Приватизация. Модели приватизации. Массовая приватизация. Этапы процесса разгосударствления. Схема массовой приватизации. Приватизационные инвестиционные фонды. (ПИФ). Получение кредитов.*

### **Вопросы для самоконтроля:**

1. Что такое приватизация?
2. В какой период в Узбекистане появилась массовая приватизация?
3. Каковы основные три этапа процесса разгосударствления?
4. Какова схема массовой приватизации?
5. Какую цель преследовала массовая приватизация в нашей республике?
6. Что такое ПИФы?
7. Чем занимаются ПИФ?
8. Каковы основные особенности ПИФов?
9. Какие права имеют ПИФ?
10. Каковы особенности приобретения ПИФами акций?
11. Как возможно получить кредит ПИФ?

## **5.1. ОСОБЕННОСТИ СОВРЕМЕННОГО СОСТОЯНИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА УЗБЕКИСТАНА И ПЕРСПЕКТИВЫ ЕГО РАЗВИТИЯ**

Узбекистан в этой области за короткий период времени были достигнуты значительные успехи прежде всего в части создания законодательной базы. К 2000 году в республике было принято 8 законов, 8 Указов Президента, 22 правительственных постановления, около 90 различных нормативных документов Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе, Министерства финансов и Центрального банка республики, непосредственно регулирующих фондовый рынок. Созданный таким образом нормативный фундамент позволил обеспечить становление субъектов рынка - эмитентов, инвесторов, инвестиционных институтов, фондовой биржи, их количественное и качественное развитие.

В Узбекистане имеется стройная концепция развития фондового рынка. Теория рынка ценных бумаг в республике формируется на сложившейся внутренней практике хозяйствования, с учетом международного опыта развития фондовых рынков. При этом учитываются рекомендации различных солидных международных организаций, таких, как Всемирный банк, Международная финансовая корпорация, Европейский банк реконструкции и развития, “Группа тринадцати” (международная организация, которая рекомендовала всем странам, начинающим создавать свои рынки ценных бумаг, единые классические подходы и правила). Выполнение этих рекомендаций позволяет Узбекистану избежать тех ошибок, которые в свое время испытали развитые страны при создании систем своих фондовых рынков поэтапное и последовательное претворение в жизнь этой концепции позволило добиться ощутимых результатов.

В то же время анализ построения системы фондового рынка в развитых странах, опыт ее создания в странах СНГ показывают, его слепое копирование и некритическое использование подходов невозможно в нашей республике. Например, в западных странах некоторые институты и механизмы связаны с обслуживанием ценных бумаг, выпущенных два столетия назад и до сих пор находящихся в обращении. В России инфраструктура фондового рынка долгое время в значительной степени была ориентирована на временные факторы: ваучеры и чековые инвестиционные фонды. Есть и другие особенности в правовой, организационной, технологической и прочих областях, где прямое заимствование принесло бы больше вреда, чем пользы. Поэтому для создания необходимых республике форм организации фондового рынка были использованы классические принципы его построения, но с учетом национального менталитета, применены решения, основанные на методологии собственного пути Узбекистана по переходу к рыночной экономике.

Все выпускаемые в обращение ценные бумаги регистрируются в Центре по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе, где эмитенты подвергаются тщательнейшей проверке на предмет реального функционирования и возможного мошенничества по отношению к акционерам, а профессиональные участники - лицензируются.

Большинство акционерных обществ Узбекистана создано на базе государственных предприятий, и имеют реальную материальную базу, основной и оборотный капиталы. Подавляющее большинство акционерных обществ - это предприятия производственного направления, выпускающие реальную продукцию.

В период широкомасштабной приватизации на соответствующем этапе развития фондового рынка (1995-1998г.г.) были созданы самые благоприятные условия для отечественных и иностранных участников в части налогового законодательства. Участники рынка ценных бумаг с июля 1995г. были полностью освобождены от налогов на операции с ценными бумагами. Относительно низкий налог (всего 1 процент) взимается при регистрации эмиссии ценных бумаг. На срок от двух с половиной до трех лет были освобождены от налогов доходы от роста курсовой стоимости ценных бумаг и дивиденды. Льготный режим налогообложения участников рынка ценных бумаг привел к существенному

повышению мотиваций к покупке акций инвесторами, увеличению дилерских операций, упрощению процедуры совершения сделок.

В Узбекистане на рынке корпоративных ценных бумаг до 2000 года преобладающим являлся первичный рынок акций приватизируемых предприятий, в связи с чем цены на акции значительного количества средних и крупных предприятий не завышены относительно стоимости представляемого ими реального капитала.

Годы независимости серьезно повысили инвестиционный потенциал населения Узбекистана. За короткий период времени создано около четырех тысяч самых разных по величине и отраслевой принадлежности акционерных обществ, выпустивших миллионы акций. Успешно функционируют 5 учебных центров по подготовке кадров для рынка ценных бумаг, в которых подготовлено более 3000 специалистов фондового рынка, составляющих кадровую основу нескольких сотен действующих инвестиционных институтов, сеть которых развернута по всей республике.

Очень важным является и то, что вопросы становления фондового рынка постоянно находятся в зоне пристального внимания Президента и правительства Узбекистана. Хроника становления законодательства в области рынка ценных бумаг республики является лучшим тому подтверждением. Институциональная структура фондового рынка построена на территориальном и отраслевом принципах. Стержнем территориального построения системы фондового рынка являются главные институты фондового рынка - Госкомимущество, Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг, Министерство финансов, Центральный банк, республиканская фондовая биржа "Тошкент", Национальный депозитарий "ВАКТ", неправительственное Агентство по оказанию консультационно-аудиторских и информационных услуг участникам рынка ценных бумаг консалдинформ.

Постепенно увеличиваются обороты Республиканской фондовой биржи. Силами отечественных программистов на РФБ "Тошкент" внедрена и действует компьютерная система биржевых торгов, значительно повышающая их культуру, отвечающая современным требованиям, создающая значительные удобства брокерам в процессе торговли. Сама биржа проводит торги в современном операционном зале, оснащенном специальным биржевым оборудованием.

Важным достижением отечественного фондового рынка можно считать и создание Национального, а в последующем Центрального депозитария, представляющих вместе с другими депозитариями общегосударственную систему хранения и учета прав на ценные бумаги, сокращающую общественные и индивидуальные издержки по изготовлению и обращению ценных бумаг, позволяющую государству осуществлять предварительный и последующий контроль за соблюдением действующего законодательства. В отличие от стран ближнего и даже дальнего зарубежья единая двухуровневая депозитарная система позволяет осуществлять учет, хранение и перемещение ценных бумаг не только в

наличной, но и в безналичной формах (в виде записей по счетам “депо”). Такая система является гарантом сохранности ценных бумаг для инвесторов.

### **Особая роль Госкомимущества.**

В период с 1991 по 1996 г. основным органом, регулирующим как биржевой, так и внебиржевой рынок ценных бумаг в Узбекистане, являлось Министерство финансов. Именно за ним были закреплены контролирующие и регулирующие функции на фондовом рынке. Однако начиная с 1991 по 1996г в качестве главного организатора и координатора усилий различных органов в этой сфере выступает Государственный Комитет Республики Узбекистан по управлению государственным имуществом и поддержки предпринимательства (Госкомимущество), являясь прежде всего поставщиком акций для фондового рынка, создателем институтов, причастных к нему (фондовых бирж, инвестиционных фондов, консалтинговых компаний, депозитариев и т.д.), выполняя функции держателя принадлежащих государству акций в капитале акционерных обществ, созданных в процессе приватизации. Орган, функционирующий при Госкомимуществе, осуществляет лицензирование профессиональных участников фондового рынка и контроль за их деятельностью.

Госкомимущество также разрабатывает государственные программы приватизации, определяет основные направления и формы привлечения, а также использования иностранных инвестиций в созданий инвестиционных фондов, вносит на рассмотрение правительства предложения о порядке распределения и использования средств, поступающих от разгосударствления, лоббирует проведение и принятие законов по совершенствованию регулирования рынка ценных бумаг, осуществляет постприватизационную поддержку созданных на базе государственных предприятий акционерных компаний. Госкомимуществом за короткий период времени (с 1994 по 2000 г.г.) в соответствии с разработанной программой в акционерные общества преобразовано свыше 5 тысяч государственных предприятий. Все это свидетельствует о значительной роли Госкомимущества в становлении фондового рынка.

Дальнейшее развитие рынка ставит перед учеными и экономистами все более сложные вопросы и задачи. Главная из них - создание вторичного фондового рынка, по уровню развития которого обычно судят о рынке ценных бумаг в целом. Именно на решении этой проблемы должны быть сконцентрированы усилия органов государственного управления рынка ценных бумаг, институтов его инфраструктуры, теоретиков и практиков всех рангов.

Развитие вторичного рынка связано с решением двух главных проблем. Первая проблема - существенное повышение ликвидности ценных бумаг и прежде всего акций. Именно благодаря этому свойству на ведущих фондовых биржах мира по ценным бумагам одного и того же эмитента ежедневно может совершаться огромное количество сделок. Даже незначительное изменение курсовой стоимости ценной бумаги в настоящее время вызывает резкое повышение внимания к ней биржевых контролеров, а заодно и органов, ответственных за состояние рынка ценных бумаг.

Относительная устойчивость курсов акций может поддерживаться так называемыми маркет-мейкерами - биржевыми дилерами, которые “отвечают” за данную ценную бумагу на фондовой бирже, однако такое поддержание курса всегда ограничено финансовыми возможностями маркет-мейкера и применяется лишь тогда, когда изменение курса связано с конъюнктурными факторами.

Главным же образом ликвидность ценных бумаг зависит от финансового состояния эмитентов - чем более стабильнее и рентабельнее предприятие-эмитент, тем смелее его акции покупаются очередным инвестором или посредником. Акции предприятия, в котором “сомневаются”, покупаются куда труднее и нерешительней.

#### **Ключевые слова:**

*Фондовые рынки. Развитие фондовых рынков в Республике Узбекистан. Концепции развития. Регистрация ценных бумаг. Госкомимущество. Обратный капитал. Льготный режим. Первичный рынок. Подготовка специалистов и кадров. Роль Госкомимущества.*

#### **Вопросы для самоконтроля:**

1. Как формировались фондовые рынки в Республике Узбекистан?
2. Каковы главные особенности формирования фондовых рынков?
3. На каком опыте основывается наше государство?:
4. Каковы главнейшие концепции развития фондовых рынков в нашей республике?
5. Какие учебные заведения строятся и уже были построены для обучения специалистов в данном профиле?
6. Как происходит подготовка кадров?
7. Каковы основные особенности деятельности Госкомимущества?
8. Какова роль Госкомимущества?
9. Какие задачи и вопросы встают перед учеными Республики Узбекистан при дальнейшем развитии рынка ценных бумаг?
10. Кем и как может поддерживаться курс акций?

### **5.2. ЦЕНТР КООРДИНАЦИИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ**

Рынок ценных бумаг требует четкой организации процесса проведения операций и надлежащего порядка деятельности всех его участников, не терпит дилетантства и анархии. Для этого рынка характерны:

- высокая сложность и резкое изменение спроса и предложения;
- наличие большого числа профессиональных и непрофессиональных участников;



- огромные объемы заключаемых ими разнообразных сделок;
- конфиденциальный характер значительной части информации по ценным бумагам.

Все это, а также целый ряд других факторов предопределяет потенциальную важность борьбы против значительных злоупотреблений, ущемляющих интересы широкого круга инвесторов, снижающих их доверие к рынку, приводящих в итоге к падению его эффективности. Печальный опыт общения российского населения с десятками акционерных обществ типа “М ММ” еще раз свидетельствует об этом. Для предотвращения негативных явлений в развитии рынка ценных бумаг он должен жестко регулироваться, за деятельностью участников рынка должен быть установлен надзор со стороны уполномоченных государственных органов.

Потребность в специализированных надзорных структурах также связана со специфичностью способов регулирования фондового рынка, включающих такие методы, как контроль за раскрытием обширного объема информации, выдача большого числа лицензий и специальных разрешений, организация регистрации выпусков ценных бумаг и участников рынка и т.п. Для выполнения этих функций в республике создан Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе Республики Узбекистан.

Одной из важнейших задач Центра является участие в разработке государственной стратегии и тактики формирования и развития рынка ценных бумаг с учетом специфики экономических реформ, проводимых в республике. Конкретные направления государственной политики фиксируются в законодательных и нормативных актах по вопросам формирования и регулирования рынка ценных бумаг и деятельности его участников, в разработке которых Центр принимает самое активное участие.

Объективно необходимым направлением деятельности Центра видится разработка и реализация мер по регулированию фондового рынка. Для этого регулирования Центр:

- осуществляет регистрацию ценных бумаг и их допуск на фондовый рынок, в том числе и от иностранных эмитентов;
- лицензирует деятельность инвестиционных институтов (брокерских контор, инвестиционных компаний, инвестиционных фондов, консультантов и других);
- устанавливает квалификационные требования к профессиональным участникам рынка ценных бумаг, проводит их аттестацию, выдает лицензии и свидетельства;
- согласовывает положения, внутренние правила проведения операций с ценными бумагами и организации биржевой деятельности, уставы (положения о фондовом отделе) фондовых бирж;
- устанавливает стандарты и правила по операциям с ценными бумагами, ведению учета и отчетности по ним и т.п.

Другая важная задача, которую решает Центр - это контроль за предоставлением информации о ценных бумагах. Основная ее цель - создание условий, при которых профессиональные участники фондового рынка снабжали бы инвесторов полной и достоверной информацией о ценных бумагах и их эмитентах и не имели бы возможности манипулировать общественным мнением.

Многие держатели акций не имеют возможности лично присутствовать на общих собраниях акционеров и принимать непосредственное участие в голосовании. Контроль за объемом и качеством раскрываемых АО сведений, который осуществляет Центр, призван способствовать обеспечению прав акционеров, голосующих по системе доверенностей, помогать им принять правильное решение.

Центр ведет и надзор за деятельностью инвестиционных посредников, компаний и консультантов. Он стремится создать такие условия, при которых вероятность обмана эмитентов, неэффективность явного управления их средствами, незаконного обогащения за их счет сводилась бы к минимуму.

Функций, которые выполняет Центр, достаточно много. Ограничимся только одной из них, особенно необходимой на этапе становления фондового рынка. Это координация деятельности на рынке ценных бумаг министерств, ведомств и других органов государственного управления, крупных рыночных институтов. Для выполнения этих функций действующим законодательством Центру предоставлены большие права.

Он, в частности, правомочен:

- устанавливать правила предоставления и публикации информации всеми эмитентами и участниками рынка ценных бумаг;
- требовать от эмитента, представляющего свои ценные бумаги для публичной продажи, от любого лица, профессионально обеспечивающего функционирование рынка ценных бумаг, а также от фондовых бирж представления копий правил, уставов, регламентов, инструкций, типовых документов, обязательных к составлению и публикации в соответствии с законодательством Республики Узбекистан;
- проводить проверки бухгалтерской документации эмитентов и участников рынка ценных бумаг на предмет достоверности опубликованной информации о ценных бумагах и операциях с ними, а также при поступлении сведений о наличии или возможности нарушения законодательных и нормативных актов;
- рассматривать жалобы инвесторов, а также участников рынка ценных бумаг по нарушениям их законных прав и интересов, касающихся выпуска, обращения, проведения операций с ценными бумагами, проводить проверки фактов нарушения законодательства по ценным бумагам;
- присутствовать на заседаниях биржевых советов фондовых бирж, фондовых отделов других бирж, назначать государственных инспекторов для осуществления контроля за биржевой деятельностью;

- координировать деятельность профессиональных ассоциаций участников рынка ценных бумаг и деятельность их членов в соответствии с законодательством Республики Узбекистан;

В пределах полномочий он может применять следующие санкции по отношению к нарушителям законов и нормативных актов по ценным бумагам:

- требовать от эмитентов приостановления рекламной кампании по предложению к открытой продаже ценных бумаг, проводимой без утверждения проспекта эмиссии ценных бумаг в условленном порядке;
- приостанавливать или ограничивать эмиссию и обращение ценных бумаг эмитентов в случае нарушения последними действующего законодательства;
- в случаях неоднократного или грубого нарушения профессиональными участниками рынка ценных бумаг законодательства Республики Узбекистан о ценных бумагах принимать решение о приостановлении или аннулировании лицензии, выданной на осуществление деятельности с ценными бумагами в качестве инвестиционных институтов и участников рынка ценных бумаг;
- передавать материалы по выявленным фактам нарушений законодательства о ценных бумагах в правоохранительные органы в соответствии с действующим законодательством. Реализация этих и других полномочий позволяет обеспечить прозрачность функционирования фондового рынка, защищать интересы инвесторов и свести к минимуму злоупотребление с ценными бумагами.

### **Государственное регулирование рынка ценных бумаг.**

Во Франции, например, регулирование фондового рынка возложено на Министерство финансов и Комиссию по биржевым операциям. В Южной Корее государственное регулирование рынка ценных бумаг осуществляют Комиссия по ценным бумагам и биржам и Министерство финансов.

Государственный надзор на рынке ценных бумаг осуществляется уполномоченными органами государства. В различных странах СНГ статус и функции подобных органов различны. В ряде стран (Российская Федерация, Казахстан) подобные органы в процессе создания и при осуществлении своих функций являются независимыми от правительства. В других странах такие органы находятся в структуре правительства или отдельных правительственных учреждений. В некоторых странах вопрос с четким определением статуса таких органов не решен до конца (Украина), либо такие органы не существуют вообще (Армения).

Мировой опыт регулирования рынков ценных бумаг свидетельствует, что при достаточном уровне развития национального рынка ценных бумаг наиболее целесообразно, чтобы функции государственного регулирования рынка ценных бумаг осуществлял специально уполномоченный государственный орган, не входящий в систему исполнительной власти и принимающий решения независимо от правительства. Необходимость такой независимости обусловлена тем, что

государство объективно выступает на рынке ценных бумаг одновременно в качестве эмитента государственных ценных бумаг, инвестора (то есть держателя крупных пакетов акций национальных и зарубежных компаний) и регулирующего субъекта, устанавливающего правила осуществления деятельности на рынке ценных бумаг, которые изначально должны устанавливать равные возможности для всех участников рынка. Поскольку государство в лице правительства выступает в качестве эмитента и инвестора, оно должно осуществлять свою деятельность на равноправной основе с другими (негосударственными) субъектами. Поэтому регулирование рынка ценных бумаг специально уполномоченным органом, не входящим в состав правительства и неподотчетным ему, является, хотя и не безусловной, но определенной гарантией от конфликтов интересов, при которых государство устанавливало бы правила, заведомо более благоприятные для него по сравнению с другими участниками рынка ценных бумаг. Безусловно, в каждой отдельно взятой стране СНГ применение принципа независимости государственного органа, регулирующего рынок ценных бумаг, может иметь место в той или иной форме, либо не может иметь места вообще в силу экономических, демографических или политических причин, культурных традиций и других оснований. В сущности, решение данного вопроса относится к сфере публично-правовых отношений, однако функционирование независимого государственного органа по регулированию в этой сфере является одним из внешних показателей развитости национального рынка ценных бумаг и одной из генеральных тенденций развития рынка ценных бумаг вообще.

В Узбекистане в начале 90-х годов вопросами регулирования рынка ценных бумаг занималось специальное управление при Министерстве финансов. В сентябре 1995 года в соответствии с Указом Президента Республики Узбекистан от 7 сентября 1995 г. была создана Государственная комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам, состоявшая из представителей различных органов государственного управления (Министерство финансов, Центральный банк, Министерство юстиции, Госкомимущество), фондовой биржи, инвестиционных институтов в количестве 17 человек. Комиссия имела свои подразделения в каждой области республики. Комиссия осуществляла разработку законопроектов в области регулирования фондового рынка, регистрацию выпусков ценных бумаг, контроль за деятельностью эмитентов, лицензирование профессиональных участников рынка ценных бумаг и контроль за их деятельностью. В соответствии с Указом Президента Республики Узбекистан от 26 марта 1996 года на базе вышеуказанной комиссии создается Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе Республики Узбекистан (далее Центр) с территориальными подразделениями (отделами) в областях в составе территориальных подразделений Госкомимущества. Основными задачами и направлениями деятельности Центра являются:

- реализация государственной политики в области формирования, развития, контроля и регулирования рынка ценных бумаг;
- ведение единых реестров зарегистрированных в республике выпусков ценных бумаг и участников фондового рынка, создание банка данных о

- структуре, развитии рынка ценных бумаг, регулирование обращения ценных бумаг, организация учета и отчетности;
- контроль и обеспечение выполнения законодательства о ценных бумагах всеми государственными органами и субъектами;
  - разработка нормативных актов, обеспечивающих необходимые правовые условия для выпуска и эффективного обращения ценных бумаг узбекских и иностранных эмитентов на национальном и международном рынках;
  - защита прав и интересов юридических и физических лиц и инвесторов, осуществляющих операции с ценными бумагами;
  - широкое информирование инвесторов и общественности о состоянии рынка ценных бумаг и его участниках;
  - участие в создании эффективной инфраструктуры рынка ценных бумаг;
  - координация деятельности министерств, ведомств, местных органов управления, профессиональных и непрофессиональных участников рынка ценных бумаг.

Одним из главных существенных способов государственного регулирования рынка ценных бумаг является регистрация ценных бумаг при их выпуске в обращение. На этом этапе движения ценных бумаг орган, осуществляющий регулирование, должен убедиться в том, что эмиссия ценных бумаг производится под конкретный инвестиционный проект, и средства инвесторов будут израсходованы эффективно, в соответствии с заранее разработанным бизнес-планом, и затем принесут прибыль. Именно при регистрации эмиссии регулирующий орган осуществляет предварительный контроль за деятельностью эмитента с целью заблаговременного предотвращения мошенничества.

Решения Центра, принятые в пределах его полномочий, являются обязательными для исполнения государственными и местными органами управления, хозяйствующими субъектами, профессиональными и непрофессиональными участниками рынка ценных бумаг, их объединениями, а также гражданами Узбекистана и иностранных государств, осуществляющими операции с фондовыми ценностями на территории Узбекистана.

Центр возглавляется Генеральным директором, который по должности является заместителем Председателя Госкомимущества Республики Узбекистан. Два заместителя Генерального директора Центра назначаются правительством. Центр имеет свои отделы в областях, которые подчиняются также территориальным подразделениям Госкомимущества. Руководители отделов назначаются территориальными подразделениями Госкомимущества по согласованию с Генеральным директором Центра. Общее количество сотрудников Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе составляет 180 единиц, в том числе аппарата Центра 45 единиц. Финансирование текущей деятельности Центра и его подразделений в областях осуществляется за счет республиканского бюджета.

## КОЛИЧЕСТВО ЗАРЕГИСТРИРОВАННЫХ ВЫПУСКОВ АКЦИЙ

в 1999 году

№ п/п	Регионы	Кол-во зарегистрированных выпусков	Объем эмиссии (тыс. сумов)	Кол-во акций (штук)
1	Республика Каракалпакстан	34	453586,3	526472
2	Андижанская область	40	412341,2	809373
3	Бухарская область	41	760728,6	1010157
4	Джизакская область	33	596429,7	2281635
5	Навийская область	20	240228,2	181635
6	Наманганская область	38	262231,1	360648
7	Самаркандская область	37	654944,8	1238871
8	Сурхандарьинская область	25	417061,6	592649
9	Сырдарьинская область	14	168397,5	931725
10	Кашкадарьинская область	36	343956,6	458690
11	Ферганская область	35	821762,5	834443
12	Хорезмская область	23	891876,4	1003418
13	Ташкентская область	26	322800,3	870378
14	г. Ташкент	70	156923,4	3281130
15	Центр. аппарат ЦККФРЦБ	170	306783123,9	332784465
ИТОГО:		642	314694392,1	347165689

Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг производит регистрацию выпусков ценных бумаг, проспектов эмиссии ценных бумаг эмитентов, в том числе и иностранных, на территории Республики Узбекистан. Он ведет единые государственные реестры зарегистрированных в Узбекистане выпусков ценных бумаг, составляет ежегодные публичные отчеты о количестве зарегистрированных ценных бумаг по видам, осуществляет надзор за деятельностью эмитентов, осуществляет меры по созданию информационной системы, автоматизации и компьютеризации работ с ценными бумагами, контролирует полноту раскрытия информации эмитентами, осуществляет мероприятия по защите прав и интересов инвесторов в части управления акционерными обществами.

Центр совместно с другими государственными органами участвует в создании инфраструктуры рынка ценных бумаг, лицензирует деятельность инвестиционных институтов, устанавливает квалификационные требования к профессиональным участникам рынка ценных бумаг, проводит их аттестацию, выдает свидетельства. Им устанавливаются требования к ведению реестра владельцев ценных бумаг, учетного регистра и их соблюдению, по согласованию с Министерством финансов утверждаются размеры тарифов за услуги Центрального депозитария, совместно с Центральным банком осуществляется надзор за деятельностью коммерческих банков на рынке ценных бумаг, за деятельностью участников этого рынка.

Центр наделен широкими полномочиями, позволяющими ему осуществлять предварительный и последующий контроль за деятельностью участников рынка

ценных бумаг. В частности, он имеет право требовать у эмитентов фондовых бирж копии уставов, правил, регламентов, инструкций, типовых документов, обязательных к составлению и их публикации. Допускается проведение Центром проверок бухгалтерской документации эмитентов и других участников.

Особое место в ряду структурных подразделений фондовой биржи занимают *комиссии*. Они состоят, как правило, из сотрудников фондовой биржи - высококвалифицированных, опытных специалистов.

*Экспертно-котировальная комиссия* определяет возможность допуска ценных бумаг к котировке на биржевых торгах, осуществляет процедуры листинга, делистинга, релистинга и т.п.

*Квалификационная комиссия* определяет возможность допуска брокеров до биржевых торгов путем проведения соответствующего экзамена.

*Конфликтная комиссия* занимается разрешением спорных ситуаций, возникающих в ходе проведения торгов, исполнения сделок между брокерами, между брокерами и их клиентами, между последними и специалистами биржи.

*Дисциплинарная комиссия* определяет степень виновности нарушителя правил биржевой торговли, устава и других основополагающих документов биржи и назначает соответствующую нарушению санкцию, осуществляет контроль за исполнением санкции. Республиканская фондовая биржа "Тошкент" имеет свои дочерние подразделения в каждой области республики.

### **Ключевые слова:**

*Рынок ценных бумаг Узбекистана. Надзорные структуры. Важнейшие задачи. Центр по координации и контролю, за функционированием рынка. Регулирование фондового рынка. Правила. Государственное регулирование рынка. Мировой опыт. Основные задачи и направления Центра по координации. Глава Центра. Экспертно-котировальная комиссия. Квалификационная комиссия. Конфликтная комиссия. Дисциплинарная комиссия.*

### **Вопросы для самоконтроля:**

1. Как устанавливался рынок ценных бумаг в Республике Узбекистан?
2. Какие важнейшие задачи выполняют надзорные структуры?
3. Какая организация занимается управлением и надзором за качеством функционирования рынка в Республике Узбекистан?
4. Какие организации занимаются таким же контролем зарубежом, приведите примеры.
5. Для чего необходимо Государственное регулирование рынка?
6. На какой мировой опыт опирается Республика Узбекистан, устанавливая органы регулирования рынка?

7. Опишите подробно, что входит в основные обязанности Центра по координации и контролю за функционированию рынка?
8. Какова важнейшая роль данного Центра?
9. Кто является главой данного Центра координации?
10. Виды комиссий.

### **5.3. ПОНЯТИЕ БРОКЕРСКОГО МЕСТА. ОФИЦИАЛЬНЫЕ ДИЛЕРЫ (МАРКЕТ-МЕЙКЕРЫ). ПОРЯДОК ДОПУСКА БРОКЕРОВ К БИРЖЕВЫМ ТОРГАМ**

#### **Члены биржи.**

Как известно, на фондовую биржу допускаются не все желающие купить или продать ценные бумаги, а только лица, являющиеся ее членами. Каждая фондовая биржа, как правило, имеет положение о членах биржи, определяющее порядок вступления в члены биржи, приостановления членства, лишения статуса члена биржи, регламентирующие их права и обязанности, особые возможности у некоторых из них.

Членами фондовой биржи могут быть юридические и физические лица, в том числе и иностранные, которые приобрели на фондовой бирже брокерское место. Членами биржи могут быть институты любой организационно-правовой формы. В то же время ими не могут быть органы государственной власти и управления, прокуратуры, суда, их должностные лица и специалисты.

Рассмотрим вопросы организации членов биржи на примере Республиканской фондовой биржи “Тошкент”. Количество членов фондовой биржи регулируется органами ее управления. Юридические и физические лица, арендующие брокерское место у члена биржи становятся временными членами биржи. Члены биржи имеют определенные права и обязанности.

#### *Права членов фондовой биржи.*

Члены РФБ “Тошкент” имеют право:

- аккредитовывать на бирже в качестве брокеров своих представителей, имеющих квалификационный аттестат специалиста рынка ценных бумаг и имеющих допуск к торгам квалификационной комиссии самой биржи;
- участвовать в решении вопросов, касающихся брокерской деятельности, в порядке, предусмотренном Положением “О членах РФБ “Ташкент”;
- пользоваться услугами биржи в пределах, установленных действующим законодательством и документами биржи;
- вносить предложения правлению биржи по вопросам совершенствования деятельности биржи;
- сдавать брокерское место в аренду;
- продать брокерское место в установленном биржей порядке.



Временный член биржи имеет почти такие же права, что и полноправный, за исключением права на продажу и субаренду брокерского места.

*Обязанности членов фондовой биржи.* Они обязаны:

- соблюдать законодательство Республики Узбекистан и нормативные акты в целом на рынке ценных бумаг, в частности внутренние документы;
- фондовой биржи, решения ее органов управления;
- своевременно оплачивать регулярные ежеквартальные членские взносы;
- соблюдать коммерческую тайну и не разглашать конфиденциальную информацию о своих клиентах контрагентах и бирже;
- соблюдать нормы деловой этики;
- своевременно сообщать бирже об изменении юридического адреса или места жительства.
- Выход из состава членов биржи осуществляется при отчуждении брокерского места его владельцем - продаже, передаче, дарении и т.п.

Члены биржи могут быть исключены из числа таковых решением Наблюдательного совета с последующим утверждением общим собранием акционеров в случаях нарушения ими Устава биржи, постановлений и решений органов управления биржи, грубого нарушения правил биржевой торговли, неуплаты в установленные сроки ежеквартальных членских взносов, совершения ими коммерческих предосудительных поступков, неиспользования в течение года брокерского места для осуществления торговых операций с ценными бумагами.

### **Брокерское место на бирже.**

*Под брокерским местом на бирже следует понимать совокупность возможностей, которые фондовая биржа может предоставить своему полноправному члену.* Главная из них - возможность покупать или продавать ценные бумаги от своего имени и за свой счет или за счет и по поручению клиентов на биржевой площадке. Безусловно помимо этого, владельцы брокерских мест получают множество других возможностей - в отличие от остальных участников рынка ценных бумаг. Это и получение различного рода информации о ценных бумагах, их эмитентах, ценах, брокерах-контрагентах. Это и возможность получения консультаций по некоторым аспектам биржевой деятельности (например, консультаций специалистов Конфликтной комиссии при разрешении споров). Это и пользование услугами биржи по ксерокопированию необходимых документов заполнению и оформлению договоров и т.д.

Брокерское место на РФБ “Тошкент” приобретается на неопределенный срок, то есть, купив брокерское место (внеся единовременный взнос), его владелец может пользоваться услугами биржи неограниченное количество времени, при условии соблюдения требований, предъявляемых к нему биржей. В течение всего времени владения брокерским местом члены биржи вносят незначительные суммы регулярных членских взносов. Такая система членства является весьма экономичной для брокеров. В других странах для поддержания членства на бирже

необходимо ежемесячно или ежегодно платить не символический, а весьма солидный взнос.

Брокерское место может быть приобретено, отчуждено (продано, подарено, унаследовано, передано в уставный фонд и т.п.), передано в аренду. Оно неделимо. Его владелец не может передать либо продать часть брокерского места. Одно лицо может владеть только одним брокерским местом. Брокерские места могут быть приобретены тремя способами: непосредственно у фондовой биржи, на биржевых торгах, вне биржевых торгов.

*Приобретение брокерского места непосредственно у биржи.* Этот способ предусматривает необходимость подачи покупателем заявления о намерении купить брокерское место, которое биржа рассматривает в 10-дневный срок. В случае положительного решения Правления между покупателем и биржей заключается договор, в котором оговариваются права и обязанности сторон, некоторые другие условия сделки. Брокерское место приобретается по цене, установленной Правлением на момент приобретения. В период становления фондового отдела биржи “Тошкент” и РФБ “Тошкент” в подавляющем большинстве случаев брокерские места приобретались непосредственно у биржи.

*Приобретение брокерского места на биржевых торгах.* В этом случае лицо, желающее приобрести брокерское место, заключает договор-поручение с брокером, имеющим допуск к биржевым торгам, о приобретении брокерского места на биржевых торгах. После выполнения брокером поручения о покупке брокерского места покупатель уплачивает комиссионные брокеру (по договоренности) и фондовой бирже. Продажа брокерских мест через биржевые торги производится на общих основаниях в соответствии с правилами осуществления операций с ценными бумагами на РФБ “Тошкент”. Лицо, которое желает продать брокерское место через биржевые торги должно предоставить на фондовую биржу письменную заявку о выставлении места на торги, документ, подтверждающий его полную оплату (сертификат на брокерское место), гарантии отсутствия залоговых обязательств под данное место, а также подтвердить отсутствие каких-либо невыполненных обязательств перед самой фондовой биржей (комиссионные по совершенным сделкам, штрафов, пени и т.п.). В данном случае цена брокерского места устанавливается продавцом по его усмотрению. В стоимость брокерского места включается налог на добавленную стоимость.

*Приобретение брокерского места вне торгов.* В случае, если продавец и покупатель самостоятельно находят друг друга, для оформления сделки купли-продажи не требуется выставления брокерского места на биржевых торгах. Между ними заключается договор купли-продажи брокерского места по утвержденной биржей типовой форме, который предъявляется на биржу для регистрации и последующего переоформления брокерского места. При этом бирже перечисляется регистрационный сбор в размере пяти процентов от стоимости брокерского места, установленной Правлением биржи на момент регистрации договора на бирже. Регистрационный сбор перечисляется бирже либо продавцом, либо покупателем по договоренности, что отражается в договоре, при этом сумма регистрационного сбора может входить в стоимость брокерского места.



Сертификат акций акционерного общества «Ёғ-мой таъминот». Выпуск 1996 года

**Здание Республиканского биржевого центра**, где расположены Центр ценных бумаг (ЦККФРЦБ), РФБ «Тошкент», Центральный и Национальный депозитари, РКП «Элсис-Клиринг» и другие инвестиционные институты





**Операционный зал Республиканской фондовой биржи «Тошкент».**  
Торги корпоративными ценными бумагами

**Фондовый отдел Республиканской валютной биржи.**  
Торги государственными краткосрочными облигациями (ГКО)



Правление фондовой биржи может отказать в приобретении брокерского места лицу, не имеющему лицензии на деятельность в качестве инвестиционного института, либо не имеющему в штате аттестованных специалистов по ценным бумагам I или II категории, а также лицам, ранее исключенным из состава членов фондовой биржи, если с момента исключения не прошло более года.

При переходе брокерского места от одного владельца к другому по основаниям, не связанным с куплей-продажей (передача, мена, дарение, наследование), новый владелец обязан переоформить его на свое имя. Для переоформления брокерского места на нового владельца последний должен представить на биржу заявление, основание передачи прав на владение брокерским местом прежним владельцем (копию договора купли-продажи мены, дарения, передачи в уставный фонд и т.п.), копию платежного поручения о перечислении бирже регистрационного сбора. Покупатель, полностью оплативший брокерское место, становится членом биржи. Прежний владелец брокерского места теряет права члена биржи.

Владелец брокерского места имеет право обратиться к фондовой бирже с просьбой о приобретении этого места самой биржей. Биржа может удовлетворить просьбу владельца, купив место по договорной цене, но может и отказать ему, без объяснения причин отказа.

*Аренда брокерского места.* Брокерское место может быть сдано в аренду не более чем на один год с пролонгацией. При этом арендатор получает статус временного члена биржи. Это означает, что в период аренды арендатор может представлять интересы члена фондовой биржи на собраниях членов и перед Правлением биржи только по доверенности от владельца брокерского места.

Арендодатель и арендатор заключают между собой договор аренды брокерского места по типовой форме, утвержденной правлением биржи, по которому арендатор обязан соблюдать действующее законодательство о рынке ценных бумаг, биржевые правила, заключить с биржей договор на предоставление услуг, своевременно перечислять бирже комиссионные сборы по заключенным сделкам. Размер арендной платы устанавливается по договоренности между сторонами. Он может быть установлен в жесткой абсолютной величине (например, 5 тыс. сумов в месяц) либо в относительных величинах - процентах от суммы каждой заключаемой сделки (7% от суммы комиссионных по каждой сделке), либо в комбинации двух приведенных вариантов. При этом уплата регулярных членских взносов возлагается на арендатора. Договор аренды регистрируется биржей.

Допуск членов фондовой биржи к торгам осуществляется только при наличии у них лицензии на операции с ценными бумагами и приобретении ими статуса инвестиционного института, а также регистрации на бирже брокерской конторы (БК). Физическое лицо, купившее брокерское место на фондовой бирже и получившее квалификационный аттестат на право осуществления операций с ценными бумагами, может быть допущено к торгам только после регистрации его в органах государственной власти на местах и открытия расчетного счета в банке. При этом правом заключения сделок на биржевых торгах обладают брокеры, имеющие доверенности членов биржи - юридических лиц и допуск

Квалификационной комиссии биржи. Физическому лицу - члену биржи, если оно действует самостоятельно, для регистрации брокерской конторы необходимо иметь лицензию, квалификационный аттестат на право осуществления операций с ценными бумагами, допуск Квалификационной комиссии биржи.

### **Официальные дилеры (маркет-мейкеры).**

Для обеспечения постоянной котировки ценных бумаг, входящих в биржевой листинг, и поддержки их ликвидности на фондовой бирже введен институт маркет-мейкеров. Официальные дилеры назначаются фондовой биржей из числа профессиональных участников рынка ценных бумаг для получения статуса официального дилера инвестиционный институт должен отвечать определенным требованиям, а именно: иметь лицензию на осуществление операций с ценными бумагами, опыт работы на рынке ценных бумаг не менее одного года; сотрудники официального дилера, работу в биржевом зале, должны пройти специальное обучение на автоматизированном рабочем месте РФБ “Тошкент” и иметь аттестат Квалификационной комиссии биржи.

Официальный дилер для осуществления операций с ценными бумагами листинговых предприятий должен обладать собственными активами, минимальный размер которых определяется правлением биржи.

Для проведения операций на листинговой площадке официальный дилер получает соответствующий регистрационный номер биржи на основании свидетельства о разрешении проведения операций с ценными бумагами, которое действует со дня выдачи до окончания календарного года.

В качестве инвестиционных дилеров могут выступать инвестиционные посредники, инвестиционные компании, акционерно-коммерческие банки, включая нерезидентов Республики Узбекистан.

Ежегодно в течение января биржа пересматривает список дилеров и принимает решение о включении (невключении) в официальный список новых дилеров или исключения действующих.

Биржа может исключить инвестиционный институт из списка официальных дилеров при следующих обстоятельствах:

- лишение лицензии на деятельность в качестве инвестиционного института;
- наличие нарушений положения о маркет-мейкере, внутренних документов биржи;
- в случае представления государственным инспектором отчета о нарушении дилером действующего законодательства о рынке ценных бумаг;
- по решению Квалификационной комиссии самой биржи.

### **Допуск брокеров к биржевым торгам.**

Для определения квалификации брокеров, представителей маркет-мейкеров и возможности их допуска к проведению операций с ценными бумагами в

операционном зале на РФБ “Тошкент” создана и действует *Квалификационная комиссия*. Квалификационная комиссия состоит из председателя и не менее двух членов комиссии - высококлассных специалистов фондовой биржи. Ее заседания проходят не реже одного раза в месяц. Главная задача комиссии - определение возможности допуска представителей членов биржи и маркет-мейкеров до биржевых торгов - реализуется путем проведения специального экзамена. Лица, претендующие на допуск к экзаменам, а следовательно, и к биржевым торгам, должны иметь необходимые документы и отвечать следующим требованиям:

- наличие квалификационного аттестата на право осуществления деятельности на рынке ценных бумаг органа, осуществляющего регулирование фондового рынка;
- наличие свидетельства о прохождении обучения на автоматизированном рабочем месте в Электронной торговой системе фондовой биржи (краткосрочное шестидневное обучение проводится либо на самой фондовой бирже, либо в Национальном центре подготовки специалистов рынка ценных бумаг при ТГЭУ);
- наличие необходимого уровня профессиональных знаний как участника рынка ценных бумаг;
- знание основных нормативных документов, определяющих статус ценных бумаг, регулирующих порядок обращения и условий совершения операций с ценными бумагами на РФБ “Тошкент”;
- знание внутренних биржевых положений и инструкций, регулирующих деятельность биржи.

Лицам, успешно сдавшим экзамены, квалификационная комиссия биржи выдает специальное свидетельство по утвержденной форме о допуске к биржевым торгам на определенный комиссией срок, но не менее одного года. Брокер, имеющий квалификационное свидетельство, по истечении срока его действия должен представить на биржу те же документы, что и при первичной подаче документов.

Квалификационная комиссия вправе обязать брокера к повторной сдаче экзамена в случаях:

- отрицательного результата по сдаче экзамена в первый раз;
- обоснованных претензий к брокеру со стороны клиентов, инвестиционных институтов или самой биржи;
- нарушения требований законодательства;
- нарушения брокером правил биржевой торговли и, в частности, работы по купле-продаже ценных бумаг в системе электронных торгов;
- уличения в незаконном использовании конфиденциальной информации.

Если брокер повторно не сдал экзамен, Квалификационная комиссия подает рапорт в орган, контролирующий рынок ценных бумаг, об аннулировании аттестата на право осуществления деятельности на рынке ценных бумаг.

При открытии новых торговых площадок, а также дополнительных торговых сессий по торговле новыми финансовыми инструментами Квалификационная комиссия должна провести дополнительное тестирование на знание условий торговых площадок и обращения вводимых новых финансовых инструментов.

### **Уполномоченные государством органы по регулированию рынка ценных бумаг.**

Всемирная история развития фондового рынка со всей очевидностью показывает, что система функционирования рынка ценных бумаг в любой стране нуждается в государственном регулировании. Без основанных на научных подходах и знании практики регулятивных начал, существования определенных норм и правил эмиссии ценных бумаг, деятельности всех участников фондового рынка торговля ценными бумагами могла бы приносить обществу серьезные катаклизмы и кризисы. Как свидетельствует опыт Соединенных Штатов Америки и других государств кризисы в области рынка ценных бумаг представляют большую опасность для всей экономики. Именно поэтому практически в каждой развитой стране имеются уполномоченные государством органы власти и управления, наделенные соответствующими полномочиями, призванные обеспечить упорядоченное функционирование рынка ценных бумаг путем создания соответствующего законодательства, наблюдения за ситуацией в указанной области, учета эмиссии и участников фондового рынка, применения к ним в случае необходимости карательных санкций.

В настоящее время в разных странах мира функционируют различные органы регулирования рынка ценных бумаг. Эти страны в зависимости от особенностей подходов к государственному регулированию рынка ценных бумаг в той или иной степени используют сочетание государственного контроля с контролем со стороны саморегулируемых организаций.

Независимо от того, какой принцип организации контроля реализуется, соотношение между государственным регулированием и регулированием со стороны профессиональных объединений участников фондового рынка может быть самым разнообразным. В одних странах решение подавляющей части ключевых вопросов передано в ведение органов государственного управления рынка ценных бумаг. В других странах значительная часть этих вопросов передана в ведение саморегулируемых организаций - фондовых бирж, всевозможных ассоциаций, которые самостоятельно устанавливают "правила игры", но в рамках закона. В третьих - имеют место различные комбинации первых двух вариантов.

В Узбекистане органом, осуществляющим регулирование фондового рынка, является Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе республики. Он был создан Указом Президента Республики Узбекистан 26 марта 1996 г. в целях повышения эффективности функционирования и государственного регулирования рынка ценных бумаг, координации деятельности его участников, обеспечения надежной защиты прав и интересов инвесторов. Центр имеет свои территориальные подразделения (отделы) в каждой области. Решения Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг, принятые в пределах его полномочий,



являются обязательными для исполнения государственными и местными органами управления, хозяйствующими субъектами, профессиональными и непрофессиональными участниками рынка ценных бумаг, их объединениями, ассоциациями, а также всеми резидентами и нерезидентами республики, осуществляющими операции с ценными бумагами на территории Узбекистана.

В то же время к государственному регулированию рынка ценных бумаг в Узбекистане причастны и другие органы государственного управления - такие, как Центральный банк, осуществляющий контроль за сферой выпуска и обращения депозитных сертификатов банков, банковских и коммерческих векселей, а также Министерство финансов, регулирующее эмиссию, обращение и погашение государственных ценных бумаг, в частности государственных краткосрочных облигаций.

**Ключевые слова:**

*Члены биржи. Права членов биржи. Обязанности. Брокерское место. Приобретение брокерского места. Правление фондовой биржей. Аренда брокерского места. Арендодатель. Арендатор. Официальные дилеры. Исключение из списка официальных дилеров. Допуск к биржевым торгам. Регулирование рынка ценных бумаг.*

**Вопросы для самоконтроля:**

1. Кто является членами фондовой биржи?
2. Каковы права и обязанности членной биржи?
3. Как возможно приобрести брокерское место у биржи?
4. Как возможно приобрести брокерское место на биржевых торгах?
5. Как возможно приобрести брокерское место вне торгов?
6. Кто находится в правлении фондовой биржи?
7. Что такое аренда брокерского места и как она происходит?
8. Когда и по каким причинам может произойти исключение из списка официальных дилеров фондовой биржи?
9. Как происходит допуск брокеров к биржевым торгам?
10. Какая организация проводит регулирование рынка ценных бумаг и для чего необходимо данное регулирование?

**ГЛАВА 6. БАНКИ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ**

## 6.1. РОЛЬ КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

*Банк - это юридическое лицо, являющееся коммерческой организацией и осуществляющее принятие вкладов от юридических и физических лиц и использование принятых средств, для кредитования или инвестирования на собственный страх и риск, а также проведение платежей.* Деятельность банков, в том числе и на рынке ценных бумаг, в Узбекистане регулируется законами “О банках и банковской деятельности” и “О Центральном банке Республики Узбекистан”. В нашем государстве, как и в большинстве развитых стран, существует двухуровневая банковская система, во главе которой - Центральный банк - “банк банков”, регулирующий деятельность других банков, выполняющий функции “банкира” правительства и регулирующий денежное обращение (первый уровень). Коммерческие банки осуществляют кредитно-расчетное обслуживание хозяйствующих субъектов, выполняют пассивные (связанные с формированием своих собственных ресурсов), активные (операции по размещению вкладов) и комиссионные, не связанные с кредитом операции (банки второго уровня).

Особая роль банков на рынке ценных бумаг состоит в том, что в отличие от других хозяйствующих субъектов, как участники рынка, они одновременно могут выступать в нескольких качествах: в роли эмитентов акций, облигаций, депозитных и сберегательных сертификатов и банковских векселей; в роли инвесторов, приобретающих ценные бумаги других хозяйствующих субъектов и государства; в роли инвестиционных институтов, осуществляющих посреднические операции с ценными бумагами, оказывающих консультационные, депозитарные услуги своим клиентам, услуги по управлению ценными бумагами и денежными средствами, переданными им для инвестиций в ценные бумаги, и т.д. В то же время коммерческие банки являются элементом общей инфраструктуры фондового рынка, и в этом качестве их роль огромна, хотя бы потому, что практически каждый участник рынка ценных бумаг не может обойтись без услуг банка поскольку открывает там расчетные и другие счета, хранит на денежные средства, используемые, в том числе, и для осуществления операций с ценными бумагами. По действующему законодательству банки обязаны контролировать вексельное обращение путем вексельного поручительства (авалья) при выписке векселя банка. Центральный банк как участник фондового рынка также является важной составляющей частью регулятивной системы фондового рынка, так как отвечает за выпуск, обращение, погашение депозитных и сберегательных сертификатов и банковских векселей. Кроме того, Центральный банк с помощью операций на открытом рынке ценными бумагами осуществляет денежно-кредитное регулирование экономики страны.

Главные *цели* присутствия банков на фондовом рынке следующие:

- привлечение денежных средств (формирование своих пассивов) для осуществления основного вида деятельности;
- получение прибыли от собственных инвестиций в ценные бумаги;
- получение прибыли от предоставления клиентам услуг по операциям с ценными бумагами;

- повышение собственного имиджа и привлечение новой клиентуры;
- подчинение различных банковских и небанковских структур путем скупки контрольных пакетов акций;
- получение информации о конкурентах, клиентах, конъюнктуре рынка, котировках цен и т.п.

Используя свой колоссальный потенциал, а также невозможность на современном этапе развития выполнять свои прямые банковские функции без участия в том или ином качестве на рынке ценных бумаг, банки занимают все более важное место на этом рынке как в качестве его непосредственного участника, так и в качестве важного вспомогательного института общей инфраструктуры рынка, формирующего благоприятные условия для развития торговли ценными бумагами в целом.

В последние несколько десятилетий банки значительно активизировали свою деятельность на рынке ценных бумаг. Они создают различные дочерние компании, специализирующиеся на операциях с ценными бумагами, формируют в своем составе специальное подразделения по исследованию фондового рынка и практической работе на нем, участвуют в различного рода синдикатах и консорциумах. Стремление коммерческих банков расширить операции ценными бумагами вызвано различными причинами, в числе которых относительное сокращение сферы использования прямых банковских кредитов, растущая доходность от операций с ценными бумагами. Широкая диверсификация операций коммерческих банков с ценными бумагами происходит на основе внедрения современных технических средств информации и телекоммуникации, обеспечивающих быструю передачу информации, ее обработку, глубокий и многофакторный анализ экономической ситуации и перспективного развития фондового рынка.

В нашей республике банкам принадлежит важная роль в формировании специальной инфраструктуры рынка ценных бумаг. Созданы десятки инвестиционных институтов, специализирующихся на самых различных операциях. Например, в 1996 году была создана одна из крупнейших инвестиционных компаний “Инвест-Траст”, использующая средства банков для осуществления широкого спектра операций на рынке ценных бумаг. В ее состав сегодня входят брокерско-дилерские организации, депозитарии, реестродержатели, аудиторские фирмы и другие инвестиционные институты, специализирующиеся на оказании услуг преимущественно банковскому сектору. Создана база данных по 2450 акционерным обществам. На основе разработанной компанией методики автоматизированной расчетно-справочной системы “Инвестиционных эмитентов” произведен анализ 2,5 тыс. предприятий, отобрано около 500 акционерных обществ, являющихся относительно стабильными с точки зрения инвестиционной привлекательности. Их общий объем составлял 17 млрд. сумов с пакетами акций, предназначенных для продажи 4,5 млрд. сумов. Среди коммерческих банков компания распространила список 273 хозяйствующих субъектов Узбекистана, акции которых довольно привлекательны. Благодаря компании коммерческие банки республики и их многочисленные клиенты

получают информацию о динамике финансово-экономических показателей акционерных обществ.

## **6.2. БАНКИ КАК ЭМИТЕНТЫ ЦЕННЫХ БУМАГ**

Как уже упоминалось среди всех участников рынка ценных бумаг банки отличаются тем, что могут одновременно выступать в качестве эмитентов почти всех разрешенных законодательством финансовых инструментов фондового рынка: акций, облигации, депозитных сертификатов, векселей.

Значительное место в деятельности банков занимает работа, связанная с выпуском в обращение своих собственных акций. В Узбекистане, в частности, подавляющее большинство банков имеет статус акционерных обществ, что предполагает для формирования уставных фондов выпуск в обращение прежде всего этих ценных бумаг. Одними из первых с 1991 года в Узбекистане стали выпускать свои акции в обращение «Узпромстройбанк «Узагропромбанк», «Пахта банк»), «Узинбанк» Банк консолидации «Турон», банк «Ипак йули». Значительной частью акций коммерческих банков владело государство в лице его различных органов управления. В соответствии с постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан от 5 января 1999 г. «О мерах по дальнейшему реформированию банковской системы» по предложению Центрального банка Республики Узбекистан с 1 января 2000 г. стали поэтапно повышаться минимальные размеры уставных капиталов коммерческих банков с доведением их по открывающимся в г. Ташкенте - до 2,5 млн. долларов США и по другим населенным пунктам - до 1,25 млн. долларов США в сумовом эквиваленте. Коммерческим банкам республики было рекомендовано в срок до 1 января 2000 года завершить формирование объявленных уставных капиталов, причем увеличение уставных капиталов производилось за счет привлечения средств иностранных инвесторов, а также свободных средств самих банков. Все это привело к значительному поступлению на рынок ценных бумаг банковских акций.

Доля одного акционера в уставном капитале коммерческого банка не должна превышать: с 1 января 2000 года - 20 %, с 1 января 2001 года - 13 % и с 1 января 2002 года - 7 % от общего размера уставного капитала (за исключением доли государства, а также банков с участием иностранного капитала и частных банков). Не допускается участие банка в уставном капитале вновь регистрируемых банков, за исключением случаев создания банков с участием иностранного капитала и дочерних банков. До 2001 года коммерческие банки должны были реализовать принадлежащие им пакеты акций других действующих банков.

Каждый банк должен иметь разработанное и утвержденное Положение об эмиссионной политике (выпуске ценных бумаг), утвержденное Советом банка, где в обязательном порядке должны быть отражены следующие вопросы:

- 1) стратегия и цели эмиссионной деятельности банка (формирование уставного капитала, поддержание ликвидности, привлечение заемных средств);
- 2) виды и типы ценных бумаг, которые банк планирует выпускать, сроки эмиссий;

- 3) поддержание ликвидности и обращаемости ценных бумаг;
- 4) обеспечение своевременного погашения долговых обязательств.

Заинтересованность коммерческих банков в эмиссии собственных акций и их размещении на открытом рынке объясняется целым рядом обстоятельств. Прежде всего это необходимость формирования пассивов банка.

Процедура выпуска ценных бумаг коммерческими банками в СНГ обычно включает в себя следующие этапы:

1. *Принятие банком-эмитентом решения о выпуске ценных бумаг.* Решение о выпуске ценных бумаг принимается органом управления банка, имеющим соответствующие полномочия. Как правило, это общее собрание акционеров.

2. *Подготовка проспекта эмиссии ценных бумаг.* Проспект эмиссии ценных бумаг готовится правлением банка, подписывается ее - председателем и главным бухгалтером. В проспекте эмиссии содержатся данные о банке, его финансовом состоянии и сведения о предстоящем выпуске ценных бумаг (общие данные о ценных бумагах, условия и порядок их распространения, данные о расчетных условиях выпуска ценных бумаг, данные о получении по ценным бумагам дивидендов или процентов).

3. *Регистрация выпуска ценных бумаг и проспекта эмиссии.* Эту операцию банк-эмитент проводит в уполномоченном государством органе в установленном законом порядке.

4. *Издание проспекта эмиссии и публикация сообщения в СМИ о выпуске ценных бумаг.* Публикация осуществляется банком-эмитентом путем издания проспекта, обычно в виде отдельной брошюры, тиражом, достаточным для информирования потенциальных покупателей.

5. *Реализация ценных бумаг.* Ее банк-эмитент может начать только после регистрации выпуска, публикации проспекта эмиссии и сообщения о выпуске ценных бумаг. Реклама своих ценных бумаг до регистрации проспекта эмиссии запрещена. Реализация акций может происходить путем продажи их за суммы на основании заключенного с покупателем договора купли-продажи на определенное количество акций. При этом банк может пользоваться услугами посредников - брокерских фирм, с которыми заключает специальные договоры комиссии и поручения. Количество проданных акций не должно превышать количества, предполагаемого к выпуску и указанного в регистрационных документах.

6. *Регистрация итогов выпуска.* Эта процедура происходит по окончании реализации ценных бумаг. Банк анализирует его результаты и составляет отчет об итогах выпуска, который подписывается руководством, скрепляется печатью банка и представляется в регистрирующий орган. Последний должен рассмотреть отчет об итогах выпуска, и если с его стороны отсутствуют претензии, регистрирует отчет и итоги выпуска. Если орган, проводящий такую регистрацию, отказывает банку в регистрации, он должен известить эмитента письмом, в котором должны быть четко сформулированы причины отказа (например, нарушение действующего законодательства, банковских правил, инструкций в

процессе осуществления выпуска ценных бумаг, несвоевременное представление отчета).

7. *Публикация итогов выпуска ценных бумаг* должна производиться банком-эмитентом в том же печатном органе, где было опубликовано сообщение о выпуске. Все реализованные акции, отчет об итогах выпуска которых зарегистрирован, должны быть полностью оплачены покупателями в течение года со дня регистрации выпуска.

Важное место среди банковских ценных бумаг, выпускаемых для формирования своих пассивов, являются депозитные сертификаты. В отличие от банковских акций выпуск сертификатов позволяет банку на штатной основе привлечь заемные средства. В Узбекистане лишь немногие банки выпускают данный вид ценных бумаг. Однако в целом наблюдается постепенное увеличение этого вида ценных бумаг на фондовом рынке. Если на 1 января 1996 г. было выпущено банковских сертификатов на сумму 87,5 млн. сумов, то к середине 1998 года объем их выпуска возрос до 0,5 млрд.

Другим важным финансовым инструментом, прошедшим апробацию в условиях действующей практики Узбекистана являются банковские векселя. Их удельный вес в общем количестве выпущенных векселей составлял примерно 20-25%. ***Банковский вексель - это ценная бумага, удостоверяющая, что предприятие внесло в данный банк депозит в сумме, указанной в векселе.*** Банк обязуется погасить такой вексель при предъявлении его к оплате в указанный в нем срок. При этом на вексель начисляется определенный процентный доход. Между обычными коммерческими и банковскими векселями имеются некоторые отличия. Классический коммерческий вексель имеет кредитную природу, то есть возникает на основе отношений кредита. Банковские векселя возникают, как правило, на основе вклада (векселя под вклад), то есть природа банковских векселей депозитная. Таким образом, банковские векселя по экономической природе близки к депозитным сертификатам, но по правовому режиму - они полноценные векселя, поскольку их правовой режим совпадает с общим режимом векселей всех иных эмитентов. Среди банковских векселей преобладают простые - соло векселя, которые представляют собой одностороннее, ничем не обусловленное обязательство банка заплатить обозначенному в векселе лицу, либо его приказу, либо правопреемнику в установленный срок определенную сумму денег.

Банковские векселя могут выпускаться как в единичном порядке, так и сериями. Серийному выпуску векселей банки отдают явное' предпочтение, поскольку в этом случае обеспечивается привлечение большого количества инвесторов и, соответственно, большего объема ресурсов. Вариант или режим выпуска векселей банк выбирает в зависимости от особенностей проблем, решаемых с помощью вексельной эмиссии.

Инвесторов обычно привлекают высокий доход по векселям и возможность досрочно продать (учесть) их в банке-эмитенте. Многие банки, выпускающие векселя, не только берут на себя обязательство учитывать свои векселя до истечения их срока, но и заранее объявляют котировки, то есть курс скупки

векселей у их держателей на определенные даты. Это резко повышает ликвидность банковских векселей.

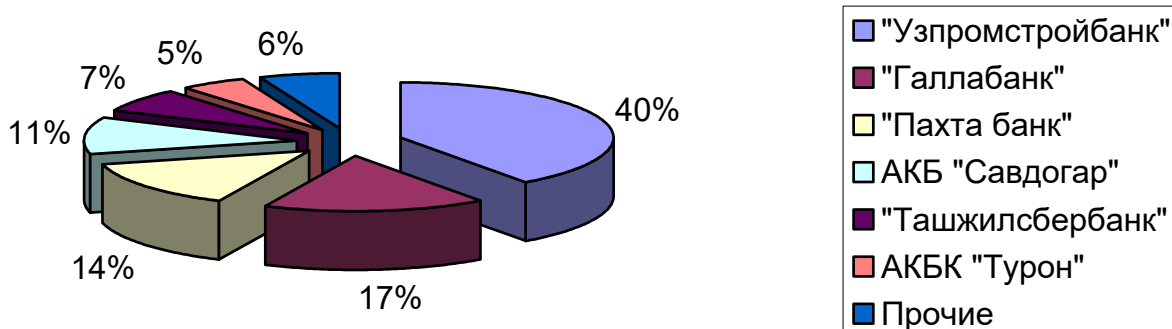
Некоторые банки при реализации своих векселей прибегают к услугам посредников, которые могут производить собственную котировку векселей. Посредники активно работают на вторичном рынке банковских векселей, где, манипулируя ставками доходности и дисконта, получают достаточно высокие прибыли.

Банковские векселя пользуются на рынке неизменно устойчивым спросом. Они восполняют недостаток краткосрочных высоколиквидных инструментов денежного рынка, потребность в которых неизменно, обостряется в условиях инфляции. Достоинство банковских векселей, помимо их доходности и ликвидности, заключается также и в том, что они в отличие от депозитных сертификатов, могут использоваться как платежное средство.

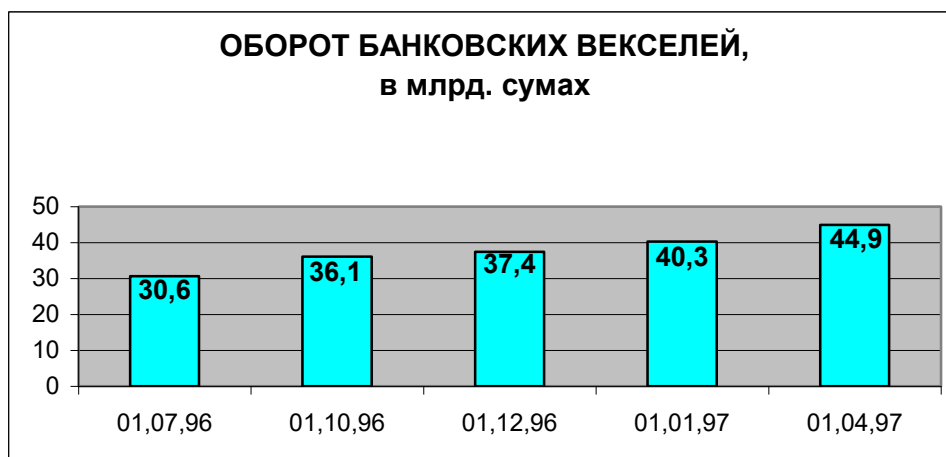
В Узбекистане вексельное обращение получило свое развитие с выходом в июне 1995 г. постановления Кабинета Министров № 204 "О применении векселей в народном хозяйстве Республики Узбекистан". Выход вышеуказанного постановления правительства был обусловлен сложившейся ситуацией в экономике республики: с одной стороны, проведение с начала 1995 г. антиинфляционных мер привело к уменьшению объема ликвидных средств в экономике, а с другой стороны - структурные диспропорции в переходной экономике Узбекистана привели к накоплению больших взаимозадолженностей между хозяйствующими субъектами. Поэтому одной из главных задач вводимой в Узбекистане системы вексельного обращения являлось решение проблемы неплатежей. Именно поэтому активную работу с векселями начали проводить банки, клиентами которых являлись предприятия базовых отраслей экономики и сельскохозяйственные предприятия. В силу факторов, обусловивших зарождение вексельного обращения в Узбекистане, самыми крупными эмитентами векселей стали банки, клиенты которых располагали значительными оборотными средствами. Так, по состоянию на 1 июля 1996 г. в общем объеме реализации банковских векселей доля только четырех банков ("Узпромстройбанк", РСАКБ "Галлабанк", САК "Пахта банк", САКБ "Савдогар") составила 82%.

Банковские векселя, как и векселя коммерческие, могут обращаться. Однако обращаемость банковских векселей, как и коммерческих, ограничена сроком, на который выписан вексель. Об интенсивности обращения векселя говорит количество передаточных надписей (индоссаментов) на нем. По количеству индоссаментов векселя, например, "Мевасабзавотбанка" значительно превосходили векселя других банков. Векселя этого банка имели в 1996 году в среднем 18.

**СТРУКТУРА ОБЩЕГО ОБЪЕМА РЕАЛИЗОВАННЫХ  
БАНКОВСКИХ ВЕКСЕЛЕЙ ПО СОСТОЯНИЮ НА 1.07.96 Г. В  
ПРОЦЕНТАХ**



**ОБОРОТ БАНКОВСКИХ ВЕКСЕЛЕЙ,  
в млрд. сумах**



В настоящее время банковские векселя практически не используются в хозяйстве страны, что, безусловно, обедняет рынок капитала и приводит к задержке в расчетах, чего при использовании банковских векселей можно было бы избежать. Внедрение полноценного обращения банковских векселей и использование их в народном хозяйстве остается одной из актуальнейших задач, стоящих финансовой системой нашего государства.

**Ключевые слова:**

*Банк. Закон «О банках и банковской деятельности», «О Центральном банке». Пассивные, активные, комиссионные операции. Роль банков. Цели банков. Инвестиционные компании. Акционерные общества. Эмитенты ценных бумаг. Доля акционеров. Выпуск ценных бумаг. Регистрация. Издание эмиссии. Реализация. Итоги выпуска. Банковский вексель.*



### Вопросы для самоконтроля:

1. Какие законы о банках являются главенствующими на данном этапе? Охарактеризуйте их сущность.
2. Какие операции совершает банк?
3. Что означают пассивные, активные и комиссионные операции?
4. Какую роль играют инвестиционные компании и акционерные общества на рынке ценных бумаг и фондовых рынках?
5. Какова роль банков на рынке ценных бумаг?
6. Каковы цели присутствия банков на фондовом рынке?
7. каков максимальный процент (доля) одного акционера в банке?
8. Какие этапы включает в себя процедура выпуска ценных бумаг?
9. Что такое банковский вексель?
10. Какова разница между банковским и коммерческим векселями?

### 6.3. КОММЕРЧЕСКИЕ БАНКИ КАК ИНВЕСТОРЫ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

*К банковским инвестициям, как правило, относятся вложения средств в ценные бумаги со сроком погашения более одного года, преследующие цель получения прибыли.* Если банк приобретает несколько видов ценных бумаг различных эмитентов, то есть его вложения диверсифицированы, то можно говорить о портфеле инвестиций данного банка. Содержание управления портфелем ценных бумаг в банках практически ничем не отличается от управления портфелями других инвесторов. Оно включает в себя планирование, анализ и регулирование состава портфеля, деятельность по его формированию и поддержанию с целью достижения поставленных перед портфелем целей при сохранении необходимого уровня его ликвидности и минимизации связанных с ним расходов. При выработке инвестиционной политики и определении структуры инвестиционного портфеля банки прежде всего обращают внимание на ликвидность, доходность и риск. Цели инвестирования в ценные бумаги у банков - это получение процента, сохранение капитала и обеспечение его прироста на основе роста курсовой стоимости ценных бумаг. На стратегию банков в этой области серьезное влияние оказывает банковское законодательство. В таких странах, как Великобритания, Италия, закон запрещает формировать банку скрытые резервы, возникающие за счет роста курсовой стоимости ценных бумаг, находящихся в портфеле банка. В этих странах банки в своих балансах обязательно должны показывать стоимость своих активов с учетом их переоценки. В других странах, например, Японии, США, ввиду того, что активы отражаются в балансах по покупной или номинальной стоимости, скрытые резервы могут достигать значительных размеров, что, безусловно, толкает банк на наращивание подобных инвестиций.

В большинстве стран банковское законодательство устанавливает определенные требования к качеству ценных бумаг, которые находятся в его инвестиционном портфеле. Эти требования, обычно, касаются ликвидности ценных бумаг, а также того, что ценные бумаги, формирующие портфель банка, должны либо свободно обращаться на рынке, либо приниматься Центральным банком в виде залога при получении кредита.

### **Операции банков на рынке ценных бумаг.**

Эта функция закрепилась за банками очень давно и сохранилась до настоящего времени. В период становления фондового рынка Узбекистана (1991-1994 г.г.) многие коммерческие банки уделяли большее внимание именно этой функции. Банки имели брокерские конторы, осуществляющие дилерские и брокерские (за счет и по поручению клиента) операции на фондовой бирже и внебиржевом рынке акций, получая за это комиссионные. Торговля корпоративными ценными бумагами для коммерческих банков связана с большим риском, чем простое предоставление кредита. Поэтому многие коммерческие банки Узбекистана, особенно в - 1995 г.г., очень осторожно вели себя на рынке корпоративных ценных бумаг. Но уже к началу 2000 г. банки Узбекистана на этом рынке чувствовали себя увереннее. Начиная с марта 1996 г. кредитные учреждения начали осуществлять дилерские и брокерские операции с государственными краткосрочными облигациями. Причем на рынке посреднических услуг банки в целом оказались в наиболее выгодном положении, поскольку и до настоящего времени на рынок ГКО доступ открыт только коммерческим банкам. В Узбекистане коммерческим банкам не запрещено заниматься андеррайтингом. Таким образом, коммерческие банки могут успешно выполнять функции инвестиционных компаний.

В западных странах банки активно работают в части первичного распространения ценных бумаг, как посредники в организации выпуска и первичном размещении ценных бумаг. Широкое распространение получила функция банков по частному размещению ценных бумаг (без объявления в печати и без участия широких слоев подписчиков).

### **Инвестиционное и финансовое консультирование.**

Имея значительное число клиентов, банки не только осуществляют их кредитно-расчетное обслуживание, но и оказывают им целый комплекс услуг в области инвестиционного консалтинга, связанного с подбором клиентам иностранного инвестора, подбором инвесторам объектов инвестирования. При этом банки разрабатывают технико-экономическое обоснование инвестиционных проектов, включающее оценку потенциальной эффективности проекта, составляют инвестиционные программы, осуществляют подготовку проектной документации в соответствии с международными стандартами, осуществляют маркетинговые исследования в рамках реализуемых проектов. Важными банковскими услугами в этой части являются формирование оптимальных эмиссионных портфелей, разработка программ привлечения инвестиций, выбор инструментов, с помощью которых клиент может привлечь необходимые ему денежные средства, разработка бизнес-планов под эмиссию

ценных бумаг, прогнозирование доходности по различным видам финансовых инструментов т.д.

В ряде стран банки осуществляют функции *управляющих компаний*. Эти функции банки выполняют в соответствии с договором, заключаемым с клиентом. При этом банк осуществляет формирование и управление портфелем ценных бумаг клиента и всеми его инвестициями. В этом качестве банки могут обслуживать и инвестиционные фонды.

*Трастовые услуги.* Это наиболее распространенная сфера деятельности банков. В составе коммерческих банков для выполнения этих операций создаются специальные траст-отделы. Они выполняют трастовые операции для частных владельцев, а также для фирм и акционерных обществ. К их числу относятся: распоряжение активами (имуществом), управление делами акционерных обществ, агентские услуги.

*Распоряжение активами.* Наиболее распространенными в этой группе операций являются услуги по управлению пенсионными, взаимными и другими целевыми фондами. В данном случае работа траст-отдела сводится к аккумуляции средств для перечисления в тот или иной целевой фонд и выплате денег в соответствии с договором о трасте получателям. В ряде случаев траст-отдел может являться держателем ценных бумаг, обеспечивающих выпущенные фирмой облигации.

*Агентские услуги.* В данном случае банк действует от имени и по поручению своего клиента, называемого *принципалом* на основании договора, заключенного на определенный срок. Банк в данном случае не получает права распоряжаться собственностью; право на собственность здесь остается у принципала. Агентские услуги сводятся к хранению ценностей в сейфах, причем банк в данном случае получает, хранит и выдает их по поручению клиента или же предоставляет в аренду сейфы, где клиент сам хранит свои ценности, в том числе и ценные бумаги. Выполняя агентские услуги, банк осуществляет хранение активов клиента: действуя по его инструкции, он выполняет операции по получению дивидендов по акциям, процентов по облигациям, погашению последних, обмену ценных бумаг и т.п. Наконец, в рамках агентских услуг осуществляется управление активами принципала, при котором банк осуществляет инвестирование по поручению клиента, заключает договора от имени последнего, передает ценные бумаги, получает ссуды, выписывает и подписывает чеки, индоссирует векселя, анализирует состояние портфеля ценных бумаг, наблюдает за курсами ценных бумаг, находящихся в портфеле клиента, осуществляет куплю-продажу ценных бумаг, оформляет их страховку и т.д.

*Ведение реестра акционеров.* Обычно к этой услуге прибегают акционерные общества из числа клиентов банка, где имеется значительное количество акционеров. Ведя реестр акционеров, банк получает информацию о составе участников акционерного общества, расстановке сил в нем, движении акций и т.п.

## 6.4. ВЕКСЕЛЬНЫЕ ОПЕРАЦИИ КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ

Рассмотрим операции с ценными бумагами, которые традиционно присущи банкам, но которые нельзя назвать эмиссионными или инвестиционными, пассивными (связанными формированием своих ресурсов) или активными (связанными с размещением средств в ссуды и инвестированием), но одновременно нельзя отнести и к разряду тех, которые банки осуществляют в качестве инвестиционных институтов. Вексельные операции - наиболее распространенный вид банковских операций. К ним относятся: учет векселей, переучет векселей, ссуда под векселя, инкассирование векселей, авалирование векселей, акцепт векселей.

***Учет векселей - это передача (продажа) векселя векселедержателем банку по индоссаменту до наступления срока платежа и получение за это вексельной суммы, за вычетом определенного, процента, называемого учетным процентом или дисконтом.***

При поступлении таких векселей банку последний изучает возможность учета векселей, и в случае положительного решения вносит в индоссамент свои реквизиты с одновременной отметкой «учтен». Ставка учетного процента устанавливается самим банком.

Естественно, право требования по векселю переходит в этом случае банку. Если вексель не оплачивается в срок, он передается нотариусу для оформления протеста, после чего банк требует погашения векселя от векселедателя. В случае непогашения банк обращается в суд о принудительном взыскании долга.

Представленные к учету векселя проверяются банком на предмет их юридической и экономической надежности. Юридическая надежность векселя определяется правильным заполнением всех обязательных реквизитов, полномочиями лиц, подписавших векселя, и подлинностью самих подписей. Экономическая надежность векселя означает подтверждение уверенности в его оплате. Банк изучает кредитоспособность не только клиента, но и всех индоссаментов (лиц, оставляющих подписи на векселе, солидарно ответственных по нему). При этом банк использует всевозможные способы получения информации - от материалов опубликованных в прессе, аналитических и статистических бюро до независимых аудиторских отчетов.

К учету принимаются векселя, основанные на товарных и коммерческих сделках. Бронзовые и дружеские, а также выданные лицами, допускаящими их до протеста, к учету не принимаются. Предпочтение также отдается векселям известных своей надежностью компаний или акцептованных другими банками.

Для того, чтобы получить денежные средства по учтенным векселям в срок, каждый банк ведет картотеку по срокам наступления платежей в разрезе векселедателей и векселепредъявителей. На каждое число в банке составляются специальные ведомости, в которых заполняются данные по всем векселям, сроки платежей по которым приходятся на данное число, с указанием порядкового номера векселя по банковской книге регистрации, наименования векселедателей, предъявителей и валюты векселя. После поступления платежа по векселю в ведомости делается соответствующая отметка, а сам вексель возвращается

плательщику. В случае досрочного поступления платежа плательщику возвращается процент за время, оставшееся до наступления срока платежа, рассчитанный на основе ставки банка по текущим счетам.

К основным функциям современных центральных банков относятся:

- 1) выпуск кредитных денег (денежная эмиссия);
- 2) аккумуляция и хранение кассовых резервов других кредитов учреждений;
- 3) хранение официальных золотовалютных резервов страны;
- 4) предоставление кредитов коммерческим банкам;
- 5) выполнение кредитных и расчетных операций для правительства;
- 6) организация и осуществление расчетов, а также переводки операций;
- 7) денежно-кредитное регулирование экономики.

Центральные банки могут выступать в качестве эмитентов ценных бумаг. В Узбекистане, например, Центральному банку разрешено выпускать в обращение депозитные и сберегательные сертификаты, а также векселя. Центральный банк Узбекистана сам разрабатывает и утверждает положения и инструкции, регламентирующие такие выпуски.

Центральные банки могут выступать и в роли инвесторов. Как правило, центральные банки приобретают ценные бумаги не для получения доходов по ним, а в целях денежно-кредитного регулирования экономики. Например, Центральный банк Узбекистана имеет право приобретать государственные краткосрочные облигации.

Следует также отметить, что во многих случаях центральные банки, будучи ответственными за состояние денежного обращения государства, являются организаторами торгов государственными ценными бумагами. Они не только изначально организуют аукционы и вторичную торговлю, но и выполняют ряд очень важных технических операций по обслуживанию внутреннего и внешнего государственного долга, обеспечивая хранение и учет прав на государственные ценные бумаги, осуществляя погашение и выплату доходов по ним по поручению казначейства (Министерства финансов), выполняя другие его поручения, а также взаимодействуя с дилерами. Будучи “банками банков”, Центральные банки регулируют деятельность коммерческих банков и, в частности связанную с выдачей ссуд на приобретение ценных бумаг.

### ***Ключевые слова:***

*Банковские инвестиции. Портфель ценных бумаг. Ликвидность. Доходность. Риски. Период становления. Операции на рынке ценных бумаг. Инвестиционное и финансовое консультирование. Тростовые услуги. Распоряжение активами. Агентские услуги. Ведение реестра акционеров. Вексельные операции. Учет векселей. Функции центральных банков.*

### **Вопросы для самоконтроля:**

1. Что включают в себя банковские инвестиции?
2. Что такое портфель ценных бумаг?
3. На что необходимо обратить внимание, приобретая портфель инвестиций?
4. Каковы основные этапы становления фондового рынка Узбекистана?
5. Какие операции проводятся на рынках ценных бумаг?
6. Почему необходимо инвестиционное и финансовое консультирование?
7. Какая сфера деятельности банков называется трастовыми услугами?
8. Какие именно услуги относятся к трастовым? Охарактеризуйте.
9. Как проводятся вексельные операции, кем, и для чего?
10. Как ведется учет векселей?
11. Каковы основные функции современных центральных банков?

## **ГЛАВА 7. АУДИТ И РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ**

Информация, предоставляемая эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг в целях защиты прав и интересов инвесторов, других участников рынка, должна быть достоверной. Проблема достоверности информации решается с помощью аудита.

*Аудит - вид деятельности по сбору, оценке фактов функционирования и экономического положения хозяйствующего субъекта или фактов, касающихся информации о таком функционировании, которую осуществляют компетентные независимые лица, дающие заключение о качественной стороне функционирования, положения или информации в соответствии с определенными критериями.* Иными словами, аудит - это ревизия деятельности фирмы за определенный период времени в соответствии с установленными стандартами учета и отчетности и правилами ревизии.

Цель аудиторской проверки - установить правильность указанных в финансовой отчетности показателей и определить размеры прибыли для выплаты соответствующих налогов и отчислений. Порядок ревизии устанавливается национальным законодательством или нормами проведения такой ревизии, а также положениями о Международной федерации аудиторов (МФА).

Аудиторская проверка в зависимости от целей может приобретать различный характер: ревизия исполнения и оперативная ревизия; выборочная ревизия и программное планирование; ревизия статей расходов и поступлений; ревизия статей баланса; внешняя и внутренняя ревизия; ревизия в условиях использования компьютеров; проверка систем контроля; программы компьютерной ревизии и т.п. Аудиторская проверка дает подтверждение правильности и точности составления бухгалтерской отчетности, адекватного отражения в ней финансового состояния фирмы, наличия эффективного контроля за ведением бухгалтерского учета и его

анализа управленческим персоналом. Проведение аудита компании предполагает выявление следующих вопросов:

- функционирование учетной системы клиента: правильность и своевременность отражения операций в первичном учете; четкость перенесения записей в общий регистр (главная книга); наличие подтверждающих документов; соответствующее общепринятым стандартам оформление и подготовка финансовой документации;
- проверка действия компьютерной учетно-контрольной системы; своевременность и качественность обнаружения ошибок и неточностей, допущенных при учете и документальном оформлении операций; выявление слабых мест системы.

Аудиторское заключение представляется руководству фирмы для включения в годовой отчет, утверждаемый акционерами на общем собрании, и налоговым органам страны для подтверждения достоверности и точности показателей, приводимых в финансовой отчетности. Аудиторское заключение, помещаемое в годовом отчете, объемом не более одной страницы, обычно содержит сообщение, что фирма прошла аудиторскую проверку, и ее отчетные финансовые показатели соответствуют фактическому состоянию дел. Заключение аудитора подтверждается аудиторским сертификатом или подписью аудитора, который несет юридическую ответственность за результаты проверки. В сертификате отмечается, что аудиторские действия, предпринятые в процессе проверки финансового отчета, отвечают утвержденным мировым стандартам работы и что финансовый отчет был подготовлен в соответствии с общепринятыми учетными принципами.

В случае нарушения общеустановленных правил (фальсификация данных отчетности, раскрытие конфиденциальной информации) аудитор подвергается уголовному наказанию или штрафу в зависимости от степени нарушения закона и причиненных убытков как фирме, так и пользователям информации.

Во всем мире деятельность аудиторов регулируется законодательно. В соответствии с законами Европейского сообщества каждая компания на своем ежегодном общем собрании акционеров должна назначать аудитора или аудиторов.

Аудиторы должны представить акционерам заключения по всем рассмотренным ими счетам, балансу, отчету о прибылях и убытках и по всем консолидированным счетам. В этом заключении должно содержаться мнение аудитора о правильности составления перечисленных документов с точки зрения закона, а также должна быть дана точная картина состояния дел компании и указан размер прибыли и убытка по состоянию на конец финансового года. При подготовке заключения аудитор должен провести проверку таким образом, чтобы иметь мнение о правильности ведения компанией бухгалтерского учета, соответствии баланса компании и счета прибылей и убытков бухгалтерским записям. Причем, согласно действующим практически во всех странах законам, фирма сама должна декларировать свои доходы для исчисления и уплаты налогов

государственным органам. За составление фальсифицированных отчетов фирмы привлекаются к суду.

Аудиторская проверка предполагает выполнение не только контролирующих функций, но и консультационную помощь по всем вопросам ведения учета и отчетности, а также менеджмента.

Аудиторская проверка - это нормальный процесс, который ведется на протяжении всего отчетного года. В ходе проверки аудиторы выявляют текущие отклонения от запланированных показателей и оказывают руководству фирмы помощь в устранении недостатков.

В последние два десятилетия аудиторская деятельность превратилась в международную сферу услуг. Доходы от предоставления аудиторских услуг в мировом масштабе только крупнейшими аудиторскими фирмами превышают 1500 млн. долл. в год. Аудиторские услуги как международная сфера услуг включают предоставление услуг иностранным заказчикам, в том числе через широкую сеть заграничных дочерних предприятий и аудиторских контор, принадлежащих крупнейшим аудиторским фирмам, сфера деятельности которых существенно расширилась. Наряду с проведением проверок финансовой отчетности аудиторские фирмы оказывают консультационные услуги в области бухгалтерского учета, налогообложения, менеджмента, маркетинга и по другим вопросам. Консультационные услуги аудиторских фирм включают разработку рекомендаций по самому широкому кругу вопросов организации производственно-хозяйственной деятельности фирм.

#### **Виды услуг, предоставляемые аудиторскими организациями участникам рынка ценных бумаг:**

- аудит и организация учета; консультирование по вопросам налогообложения на внутреннем и внешних рынках; консультирование руководства корпораций по вопросам финансового положения и кредитования; консультирование частных лиц — акционеров, потенциальных инвесторов о финансовом положении интересующих их фирм; услуги государственным учреждениям и предприятиям, в том числе и по вопросам приватизации; услуги корпорациям и банкам по вопросам финансирования; услуги корпорациям по менеджменту, выработка стратегии управления финансами, внедрение информационных технологий и телекоммуникаций, маркетинг, подбор и расстановка кадров, составление бизнес-планов для представления банкам в связи с получением кредитов;
- услуги по оценке имущества и средств корпорации в связи с ее ликвидацией (банкротством) с целью удовлетворения интересов кредиторов и акционеров, оказание услуг, направленных на предотвращение банкротства;
- оказание помощи инвестиционным институтам, консультирование их по организационно-правовым вопросам создания фирм, обучение их ведению хозяйственно-финансовой деятельности и менеджменту;



- подготовка и анализ технико-экономического обоснования, необходимого для регистрации корпорации;
- услуги по повышению эффективности производства и сбыта, совершенствованию внутрифирменного планирования;
- услуги, связанные с изменением правового положения корпорации, характера собственности со слиянием и поглощением фирм (выработка стратегии поглощения);
- услуги, связанные с толкованием законодательства, касающегося деятельности корпорации на рынке конкретной страны;
- консультирование по вопросам международной деятельности, создания и приобретения заграничных предприятий;
- услуги по подысканию деловых партнеров, проведению предварительных переговоров, созданию совместных предприятий;
- услуги по разработке технологических процессов, подготовка
- услуги по обучению аудиту; услуги по ведению бухгалтерского учета в небольших фирмах;
- участие в роли арбитра при спорах между партнерами при разделе прибылей и имущества.

Обычно аудиторские фирмы организуют в своем составе специализированные подразделения: аудиторские, налоговые, консультационные, в которых заняты специалисты различных профессий, областей знаний. Обычно аудиторская фирма имеет долговременные связи со своими клиентами и предоставляет услуги в комплексе. Аудиторские фирмы обладают обширными базами данных, содержащими конфиденциальную информацию о состоянии дел у своих клиентов и размерах выплачиваемых ими налогов. Аудиторы не могут владеть прямо или косвенно (через членов семьи) акциями фирм-клиентов, где бы они ни находились. Ежегодно аудитор обязан подписывать документ-обязательство об “инвестиционной независимости”.

Интерес к результатам аудиторской проверки или заключению проявляют не только акционеры и инвесторы, но и служащие фирм, брокеры бирж, деловые партнеры, кредиторы, представители профсоюзов, журналисты. Они получают информацию о финансовом положении интересующих их компаний за определенную плату или через официальные публикации.

***Ключевые слова:***

*Аудит. Достоверность информации. Цели проверок. МФА. Аудиторское заключение. Руководство компании. Фальсификация данных, раскрытие секретной информации. Уголовное наказание. Услуги аудиторских организаций. Подразделения аудиторских организаций.*

## Вопросы для самоконтроля:

1. Что такое аудит?
2. В каких целях проводят аудиторские проверки?
3. Какие вопросы необходимо выяснить в ходе аудиторской проверки?
4. Как выполняется аудиторское заключение?
5. Где необходимо поместить данные аудиторской проверки (аудиторское заключение)?
6. Какое наказание предусмотрено при выявлении нарушений?
7. При каких нарушениях нарушитель подвергнется уголовному наказанию?
8. Какие виды услуг предлагают аудиторские организации?
9. Какие подразделения находятся в составе аудиторских организаций?
10. Как можно получить данные проверок?

### 7.1. ВОЗНИКНОВЕНИЕ В УЗБЕКИСТАНЕ АУДИТА

В Узбекистане аудит появился в начале 90-х годов с обретением республикой независимости и переходом к рыночной экономике. Именно с развитием предприятий негосударственного сектора возникла потребность в аудите, поскольку рыночные структуры нуждались в независимой, сторонней оценке своей деятельности. В то время законом не предусматривалась обязательность аудита для каких-либо предприятий, однако многие коммерческие структуры, желая действовать принципиально по-новому, сами приглашали аудиторов для проведения проверок с целью подтверждения правильности ведения ими бухгалтерского учета и финансовой отчетности. Именно так дело обстояло с некоторыми коммерческими банками и биржей которые пользовались услугами независимых аудиторов для подтверждения своих балансовых показателей уже в 1991- 1992 годах.

**Аудит** – это независимая экспертиза и анализ финансовой отчетности хозяйствующих субъектов уполномоченными на то лицами – аудиторами (аудиторскими фирмами) с целью определения ее достоверности и соответствия финансовых и хозяйственных операций законодательным и иным нормативным актам страны, а также полноты, реальности, соответствия требованиям, предъявляемым к ведению бухгалтерского учета или финансовой отчетности.

В соответствии с новой редакцией Закона Республики Узбекистан “Об аудиторской деятельности”, принятого 26 мая 2000 года, под аудиторской деятельностью понимается предпринимательская деятельность аудиторских организаций по проведению аудиторских проверок и оказанию иных сопутствующих профессиональных услуг, к которым относятся:

- постановка, восстановление и ведение бухгалтерского учета;
- составление финансовой отчетности;
- перевод национальной финансовой отчетности на международные стандарты бухгалтерского учета;
- анализ финансово-хозяйственной деятельности хозяйствующих субъектов;

-консалтинг по бухгалтерскому учету, налогообложению, планированию, менеджменту и другим вопросам финансово-хозяйственной деятельности;  
-составление расчетов и деклараций по налогам и другим обязательным платежам.

В 1994-1996 гг. значительная часть аудиторских фирм наряду с основной своей деятельностью начала заниматься оценкой стоимости имущества приватизируемых предприятий. Это существенно приблизило отдельные аудиторские фирмы к акционерным обществам, позволило им вникнуть в законодательство о ценных бумагах, разобраться в системе управления, изучить вопросы начисления и выплаты дивидендов, налогообложения доходов от ценных бумаг до 1996 года аудит был мало связан с фондовым рынком, поскольку ставил своей целью только подтверждение правильности ведения бухгалтерского учета и финансовой отчетности и защиту акционерных обществ от санкций налоговых органов.

С принятием в 1996 г. законов “Об акционерных обществах и защите прав акционеров”, а также «механизме функционирования рынка ценных бумаг» аудит превращается в мощный инструмент защиты прав и интересов инвесторов и, в частности, акционеров, поскольку каждое акционерное общество должно в установленный срок опубликовать отчет о своей финансово-хозяйственной деятельности, заверенный независимым аудитором. Именно с принятием указанных нормативных актов аудит все более и более начинает работать на акционеров. Обязательность аудита повлекла за собой рост аудиторских фирм, причем он характеризовался неравномерностью в географическом отношении.

Основная часть аудиторских организаций концентрируется в г. Ташкенте – столице республике, крупнейшем промышленном центре, где функционирует огромное количество национальных и совместных предприятий. Неравномерность эта сохранилась и по сей день. Из 500, примерно, зарегистрированных в Министерстве финансов аудиторских организаций более половины приходится на столицу. В областях же количество аудиторских фирм колеблется в пределах от 5 до 30.

Институциональное управление аудитом находится в ведении Министерства финансов. В республике создана и действует Ассоциация бухгалтеров и аудиторов Узбекистана. Ассоциация, помимо нормотворческой деятельности, занимается подготовкой кадров в указанной области, а также представляет отечественный аудит в рамках постсоветского пространства. В 2000 году была создана Палата аудиторов.

В настоящее время уставный капитал аудиторской организации должен быть не менее 1200 минимальных заработных плат. Обязательной аудиторской проверке ежегодно подлежат акционерные общества, банки, страховые организации, инвестиционные и иные фонды, аккумулирующие средства юридических и физических лиц, некоторые виды внебюджетных фондов, хозяйствующие субъекты, имеющие в уставном фонде долю государства. Уклонение от проведения обязательной аудиторской проверки влечет за собой взыскание штрафа в размере от 100 до 500 минимальных зарплат. По результатам

аудиторской проверки заказчику представляются аудиторский отчет и аудиторское заключение.

**Аудиторский отчет** – документ, адресованный руководителю, собственнику, общему собранию участников (акционеров) хозяйствующего субъекта, содержащий подробные сведения о выявленных в ходе проверки отклонениях от установленного порядка ведения бухгалтерского учета, нарушениях в финансовой отчетности. На основании аудиторского отчета составляется аудиторское заключение – документ, содержащий выраженное в письменной форме мнение аудиторской организации о достоверности финансовой отчетности и соответствии порядка ведения бухгалтерского учета установленным требованиям законодательства.

Постановлением Кабинета Министров Рuz Гд 161 от 25 апреля 1996 г. в мае того же года в Узбекистане было создано неправительственное агентство по оказанию Онсультационноаудиторских и информационных услуг участникам рынка ценных бумаг Республики Узбекистан (Агентство Одной из главных целей агентства является аудит участников рынка ценных бумаг (акционерных обществ, инвестиционных институтов и других хозяйствующих субъектов). Создав свои дочерние предприятия в каждой области республики, имея возможность проводить через них общую стратегию, тактику, методологию и стиль работы, а также мониторинг по разным вопросам аудита, сыграло определенную роль в развитии аудита в республике. В течение четырехлетнего периода деятельности на рынке аудита агентство добилось ощутимых результатов. Ежегодно оно осуществляет более чем 1200 проверок, из которых примерно половина приходится на акционерные общества, ПИФы, акционерные компании. В числе клиентов “Консаудитинформа” по аудиту такие крупные предприятия, как ГАО “Алмалыкский горно-металлургический комбинат” (АГМК), ГАО “Ташкентский тракторный завод” (ТТЗ), ГАО “Ташкентское авиационное производственное объединение им. В. П. Чкалова” (ТАПОиЧ), АО “Узхимфарм”, страховые компании “Кафолат”, страховое агентство агропромбиржа ташкентские офисы аудиторских фирм большой пятерки аудиторы “деллойт энд туш” и “Эрнст энд Янг”, Центральноазиатско-американский фонд поддержки предпринимателей и другие. Многие из них заключили с агентством договора на аудиторское обслуживание (постоянное аудиторское сопровождение в течение года или нескольких лет). Агентство первым из аудиторских организаций республики начало страховать аудиторские риски.

## 7.2. ЗНАЧЕНИЕ АУДИТА

Роль аудита на современном этапе становления рыночных отношений возрастает.

**Во-первых**, аудит служит хорошим средством самоконтроля деятельности предприятий и организаций. Каждый хозяйствующий субъект имеет право проверить себя на правильность соблюдения законодательства в области

бухгалтерского и финансового законодательства и тем самым снизить риск негативных последствий проверок контролирующих органов.

**Во-вторых,** существенно облегчается задача последних, поскольку аудиторские проверки по закону должны осуществлять профессионалы, имеющие специальный квалификационный диплом аудитора, выдержавшие специальный экзамен. Акционеры, имея заключение независимого аудитора, имеют возможность убедиться в том, что предприятие, куда они вложили деньги, ведет учет в рамках действующего законодательства, что и прибыль, и дивиденды рассчитаны правильно.

Наконец, аудит дает возможность директору предприятия оценить работу бухгалтерии, других хозяйственных служб, а наблюдательному совету – руководителя исполнительного органа, поскольку последний отвечает за организацию ведения на предприятии бухгалтерского учета и функционирование служб и отделов. С точки зрения развития экономической системы, в результате аудиторского контроля самые различные уровни управления, вплоть до государственного, должны получить достоверную информацию о состоянии бизнеса, финансов организаций, выполнении обязательств по налогам, а также по другим аспектам экономической деятельности хозяйствующих субъектов, в частности и для акционерных обществ. И прежде всего это необходимо для принятия верных и эффективных управленческих решений.

В мировой практике без заключения престижной аудиторской организации предприятию даже не имеет смысла вести какие-либо переговоры о проведении деловых операций. Иностранные инвесторы также с определенной настороженностью направляют свои капиталы в те предприятия, публичная достоверность финансовой отчетности которых не подтверждена авторитетной аудиторской фирмой. Недостаточно качественное развитие института аудита в Республике Узбекистан в определенной степени обуславливает и недостаточную инвестиционную активность, ибо нет гарантий достоверности финансовой информации и реальности реализации инвестиционных проектов.

Наличие достоверной финансовой информации, обеспечиваемой аудиторами, позволяет повысить эффективность функционирования рынка капиталов, интенсифицировать экономические процессы, тем самым создавая реальные дополнительные предпосылки для дальнейшего экономического роста, а также дает возможность оценивать и прогнозировать последствия различных управленческих решений в области экономики, инвестиционной политики и налогообложения.

***Ключевые слова:***

*Аудит. Услуги аудита. Оценка стоимости имущества. Время появления аудита в Узбекистане. Ташкент. Министерство Финансов. Уставной капитал. Обязательная аудиторская проверка. Аудиторский отчет.*

### **Вопросы для самоконтроля:**

1. Когда впервые появился аудит в Республике Узбекистан?
2. Каковы основные услуги аудита?
3. Где расположено основное количество аудиторских организаций в Республике?
4. Каким министерством ведется управление аудиторских организаций?
5. Когда в Узбекистане была создана Палата аудиторов?
6. Что входит в основной вид деятельности данной организации?
7. Какие организации и фирмы подвергаются обязательной аудиторской проверке?
8. Что представляет из себя аудиторский отчет?
9. Каково основное значение аудита?
10. Что позволяет повысить наличие достоверной информации о финансовом положении организации?

## СЛОВАРЬ ИСПОЛЬЗУЕМЫХ ТЕРМИНОВ

**Агент** - посредник, который вступает в сделку только как комиссионер, но не как принципиальный бизнесмен. Он не принимает на себя никакого финансового риска по сделке (за исключением риска, который вытекает из возможного банкротства его клиента), и ему выплачивается комиссия за оказанные им услуги.

**Агентская операция** - услуга дилера по продаже ценных бумаг покупателю. Во время А.о дилер выступает в роли брокера. А.о надо отличать от подписки, когда дилер выступает в роли подписчика.

**Агентства** - ценные бумаги федеральных агентств (учреждений и организаций федерального правительства) США.

**Агрессивные ценные бумаги** - ценные бумаги, обеспечивающие быстрый рост капитала.

**«Агрессивный портфель»** - портфель активно покупаемых и продаваемых ценных бумаг, содержащий также их выпуски, в отношении стоимости которых существует предположение, что она будет быстро возрасть. А. п. отличается от устойчивых к переменам ценных бумаг, которые приносят более высокий доход (облигации префакции). Противоположный- «защитный портфель».

**Ажио** - превышение биржевого (рыночного) курса ценных бумаг, других фондовых ценностей или денежных знаков по сравнению с их нарицательной стоимостью. Обычно исчисляется в процентах к номиналу. Противоположность Ажио является дизажио;

1) комиссия, взимаемая за обмен бумажных денег на монету или за обмен «слабой» валюты на «сильную»; 2) разница между ценой наличного товара и ценой товара по сделке на срок или разница между ценами товара с различными сроками поставки. Сейчас этот термин используется редко.

**«Активные» ценные бумаги** - ценные бумаги, являющиеся объектом массовой купли продажи, котировки которых часто публикуют.

**Акционер** - собственник предприятия, обладающий рядом прав, прежде всего правом голоса на годовых и чрезвычайных собраниях. А. осуществляет контроль за деятельностью компании, участвует в выборах директоров, утверждает решения по чрезвычайным вопросам. Обычная акция дает один голос.

**Акционерный капитал корпорации** - капитал, образуемый за счет выпуска обычных и привилегированных (специальных, преференциальных) акций. Последние могут быть неголосующими, но имеют особый статус в отношении дивидендов и распределением выручки от продажи активов при ликвидации компании. В крупных компаниях встречается несколько преференциальных

классов с различными характеристиками акций. А.к.к делятся на уставной, выпущенный и находящийся в обращении.

**Акционерный сертификат** - документ, удостоверяющий юридическое право собственности на акции. Обычно это лист высококачественной бумаги с водяными знаками в верхней части которого есть место, куда вписывается имя держателя и количество акций. Если акция зарегистрирована в форме А.с., то дивиденды переводятся владельцу прямо по почте. После перепродажи акции трансферт - агент фирмы переводит права собственности на покупателя и выдает новый сертификат.

**Акция** - ценная бумага без установленного срока обращения, свидетельствующая о внесении пая в уставной фонд акционерного общества, удостоверяющая права её держателя (акционера) на получения части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении делами акционерного общества. Акции могут быть предъявительскими либо именными.

**Акция безголосая** - акция, не дающая владельцу права голоса на общих собраниях акционеров.

**Акция одноголосая** — акция, дающая владельцу право одного голоса на общем собрании акционеров.

**Акция плюральная (или многоголосая)**- акция, дающая акционеру право на несколько голосов на общем собрания акционеров.

**Акция с ограниченным правом голоса**- ограниченная акция, выпускается с лимитом на число держателей, могущих голосовать.

**Акция с «правом»**- акция, купленная с момента объявления о предложении прав и до момента «экс-права», даёт владельцу права, т.е. привилегию купить дополнительные акции у данной компании.

**Андеррайтинг (подписка)**- покупка ценных бумаг новых выпусков с целью продажи. Осуществляется обычно группой инвестиционных дилеров, андеррайтеров (подписчиков).

**Апорты** - имущество, поступающее акционерному обществу в уплату за акции. Апорты могут быть представлены в виде товаров, торговых и промышленных предприятий, оцениваемых и приравниваемых к определенной сумме денежного капитала. Часто учредители передают создаваемым акционерным обществам в виде А. свои предприятия и товары по завышенной оценке, получая значительно большее количество акций, чем имущество соответствующей стоимости.



**Арбитраж** - 1) одновременная покупка иностранной валюты, ценных бумаг или товаров на одном рынке и их продажа (по более высокой цене) на другом рынке; 2) выгодная биржевая сделка («spot», или срочная) с использованием различного уровня цен в различных биржевых центрах.

**Бесса** - биржевая спекуляция, ставящая своей целью понижение курса ценных бумаг или цен товаров. Спекулянт, играющий на понижение, продает ценные бумаги или товары на определенный срок. Если цены на рынке в период между заключением и исполнением сделки упадут, то при наступлении срока исполнения сделки спекулянт - продавец может купить бумаги или товары по более низкой цене и, сдавая их своему контрагенту по более высокой обусловленной цене, получит прибыль. Сделки завершаются выплатой курсовой разницы без фактической поставки товаров или бумаг. При понижении курса или цены разница поступает в пользу спекулянта - продавца, а при повышении - в пользу покупателя; 1) обязательство купить товар, ценные бумаги по определенной цене, например, по курсу, по которому дилер купит или возьмет в долг валюту; 2) цена, предлагаемая покупателям на вторичном рынке еврооблигаций.

**Биржа** - постоянно функционирующий организованный рынок, на котором совершается оптовая торговля замененными товарами по образцам и стандартам (товарная биржа) или ценными бумагами (фондовая биржа); обычно имеет фиксированный состав членов, строгие правила торговли. Всего в мире насчитывается примерно 200 бирж в более чем 60 странах.

**Биржевая интервенция** - вмешательство государства, банков и крупных предпринимателей в операции на фондовых биржах с целью искусственного воздействия на курсы ценных бумаг. Б. и. - одна из форм биржевой спекуляции. Казначейства и центральные эмиссионные банки прибегают к Б.и для укрепления государственного кредита путем массовой скупки государственных ценных бумаг.

**Биржевая котировальная комиссия** - орган биржи, который выявляет и публикует курсы ценных бумаг или цены товаров, обращающихся на бирже. В функции входит наблюдение за правильностью представляемых маклерами и другими членами биржи сведений о заключенных на бирже сделках и составление биржевого бюллетеня. Состав комиссии избирается членами биржи.

**Биржевая котировка** - регистрация биржевыми органами стихийно сложившихся курсов ценных бумаг (акций и облигаций) и цен на отдельные биржевые товары с учетом состоявшихся биржевых сделок.

**Биржевая паника** - наиболее острый период биржевого кризиса, характеризующийся резким падением курсов ценных бумаг, в первую очередь акций Б.п. может быть результатом биржевого ажиотажа.

**Биржевая пошлина**- плата, взимаемая биржевым комитетом с членом и посетителями биржи за право совершения биржевых сделок.

**Биржевая прибыль** -прибыль, полученная от торговли ценными бумагами и товарами на товарной и фондовой бирже. При операциях с ценными бумагами различают: 1) учредительскую прибыль; 2) курсовую прибыль. Б. п. достигает наибольших размеров в период ажиотажа.

**Биржевая спекуляция** - совершение на бирже сделок с ценными бумагами и товарами с целью получения прибыли на разнице между курсами (или ценами) покупки и продажи. Происходит главным образом в виде срочных сделок.

**Биржевая фирма** - фирма, имеющая на бирже, «место» Б. ф. имеет один голос на каждое «место» и участвует в работе биржи как самостоятельная организация. «Место» покупается либо у самой биржи, либо у других биржевых фирм, это ценный актив Б.ф., которым она может пользоваться на условиях, изложенных в положении о бирже.

**Биржевое кольцо (ринг)** - 1) фьючерсный рынок (особенно когда имеется в виду задание биржи). Термин объясняется тем, что биржевики на некоторых европейских биржах стоят или сидят по кругу; 2) примитивная форма расчетного соглашения на первых биржах, в соответствии с которым прослеживалось движение контрактов по цепи или рингу брокеров- покупателей и продавцов, а выплата подлежала только разнице (тем самым происходил зачёт взаимных требований).

**Биржевое собрание** - собрание членов биржи, на котором выявляются спрос и предложение ценных бумаг или биржевых товаров и заключаются сделки между участниками собрания непосредственно или через брокеров (маклеров). Порядок Б.с. устанавливается биржевым комитетом и должен строго соблюдаться членами биржи. Б.с. проводится ежедневно в определенные часы.

**Биржевой аукцион** - форма продажи товаров на бирже, при которой исходной является цена, назначаемая продавцом, а товар достается покупателю, предложившему наиболее высокую цену. В современной биржевой торговле существенной роли не играет.

**Биржевой бюллетень** - периодический орган биржи, в котором публикуются курсы ценных бумаг и цены товаров. В Б.б некоторых бирж указывается сумма оборота каждой биржевой ценности. В случае, если в данный день сделки с товарами или ценными бумагами не заключались, вместо курса публикуется справочная цена Б.б. выпускается, как правило, ежедневно и печатается (справочная цена Б .б выпускается) в торгово-промышленных газетах и журналах.

**Биржевой комитет** - постоянный орган биржи, ведущий её текущими делами. Председатель и члены избираются общим собранием на определенный срок. В

обязанности Б.к. входят: установление порядка операций на бирже, наблюдение за допуском ценных бумаг и составление биржевых бюллетеней, осуществление связи с правительственными органами по делам биржи, назначение биржевых маклеров (брокеров), рассмотрение споров. Кроме Б.К существуют и другие комитеты биржи.

**Биржевой курс продажная цена ценной бумаги обращающиеся на бирже.**

Б.к. акций зависит от размеров дивиденда, уровня ссудного процента и других факторов. Номинальная цена акции не влияет на Б.к., а номинальная цена облигации влияет.

**Биржевой нотариус** - лицо, удостоверяющее договоры и другие документы, относящиеся к биржевому обороту. Нотариальному удостоверения подлежат главным образом биржевые сделки, заключаемыми с иностранцами. На Б.н. возлагается совершение протеста векселей, по которым векселедержателям являются иностранцы, засвидетельствования переводов коммерческих бумаг и актов с иностранных языков и на иностранные языки. В одних странах Б.н. назначаются биржевыми комитетами, в других - органами юстиции.

**Биржевой оборот** - объем сделок с ценными бумагами или товарами, совершенных на бирже за определенный срок. Определяются суммой цен реализованных товаров (на товарной бирже) или ценных бумаг (на фондовой бирже) показателем Б.О. на фондовой бирже служит также кол-во реализованных ценных бумаг.

**Биржевой посетитель** -лицо, не является членом биржи но допущенное по решению биржевого комитета к совершению биржевых операций. Б.п. могут допускаться на биржи постоянно, временно или для заключения разовых сделок, причём сделки совершаются, как правило, только через маклера. Б.п. не участвует в управлении биржей и выборе ее органов.

**Биржевой совет** - орган управления биржей. Его функции аналогичны функциям биржевого комитета.

**Биржевые сделки** - сделки считаются биржевыми, если они заключены на товар, допущенный к обращению на бирже между ее членами или их представителем на биржевом собрании в сроки и в порядке, установленном уставом, правилами биржевой торговли и решениями биржевого совета. Содержание Б.с не подлежит разглашению (кроме наименования товара, количества, цены, места и срока исполнения). Б.с считаются заключенными с момента их регистрации на бирже в установленном порядке, могут совершаться только брокерами.

**Бордеро** - подробная опись реализованных ценных бумаг (акций, облигаций, векселей и т.д.), составляемая банком, банкирской конторой или биржевым маклером на имя лица, поручившего совершить указанную в Б операцию с его

ценными бумагами. Брокер-посредник при заключении сделок между покупателями и продавцами товаров, ценных бумаг, валют и других ценностей на товарных биржах, валютных, страховых и фрахтовых рынках. действует по поручению и за счет клиентов, получая за посредничество определенную плату. Существуют различные категории брокеров: биржевые, страховые, фрахтовые и т.д.

**Вексель** -денежный документ установленной формы дающий его владельцу (векселедержателю) бесспорное право по истечению срока требовать с должника или акцептанта уплаты обозначенной денежной суммы. Выявляется инструментом коммерческого кредита. По своей форме В. подразделяются на простые и переводные. Простой В. выписывается заемщиком. В нем обязательно указывается место и время выдачи в сумма, срок и место платежа, фамилия владельца В. и подпись векселедателя. Переводной В представляет собой письменный приказ кредитора об уплате последним определенной суммы денег третьему лицу (ремитенту). Передачу другому лицу осуществляется путем передаточной подписи в форме индоссамента любой владельцев сделавший передаточную подпись, обязан уплатить по В. в случае неплатежеспособности векселедержателя в порядке очередности проставленных подписей. В стоит на последнем месте среди долговых обязательств корпорации.

**Вторичный рынок ценных бумаг**- место где происходит торговля ценными бумагами, прошедшими первичное распределение В.Р.Ц.Б. состоит из «уличного» рынка и биржи. Основные функции В.Р.Ц.Б.- свести покупателя с продавцом и стабилизировать цену , уравновешивая спрос и предложение.

**Выкупной фонд** - фонд, создающийся компанией выпускающей акции для того чтобы стабилизировать рынок. Если цена акции упадет до или ниже цены, заявленной при выпуске, то компания выкупает часть акции, прежде всего префакции. От в.ф. до следует отличать отложенный фонд который в основном создается при выпуске облигации.

**Второзакладные облигации.** - вид закладной облигации претензии по ним удовлетворяются после расчетов с держателями первого залога, но до расчетов с прочими инвесторами. В.О. размещаются тогда, когда первозакладных, обычно приносят более высокий процент, чем старшие бумаги В.о размещаются тогда, когда первозакладные уже образуются.

**Гоф-маклер**- старший маклер по фондовой или товарной бирже, избираемый членами биржи на определенный срок из числа биржевых маклеров Б.М - осуществляет наблюдение за деятельностью маклеров на бирже и к концу биржевого собрания составляет свободную курсовую запись с указанием курсов состоявшихся сделок для биржевой комиссии Р.М входит в состав биржевого комитета.

**Губернатор биржи** - опытный брокер, входящий в руководящий орган биржи - правление или совет губернаторов брокер становится Г.Б на определенный срок. В руководство биржи входят также внешние губернаторы.

**Действительный рынок**- рынок по котором дилер может совершить операцию на крупную сумму.

**Делистинг** - исключение акции из биржевого списка по решению биржи или самой компании, что означает лишение навечно привилегий листинга. Д. производится если акции уже, не существуют (были отозваны фирмой или обменены на новых); компания осталась без активов или обанкротилось публичное размещение акций имеет неприемлемо малые масштабы; компания нарушает соглашение о листинге.

**Дивиденд**- часть прибыли компании, распределяемая между акционерами в зависимости от числа акции. Д. выплачиваемый держателями преференциальных акций (преференциальный д., является фиксированным в годовом исчислении, а д. выплачиваемый держателям обычных акций (обычный д.) колеблется в зависимости от финансового положения компании. Преференциальный д. распределяется до того, как уплачиваются налоги и распределяется обычный д. компания юридически не обязана выплачивать ни тот, ни другой д. она делает это, когда прибыль достаточно велика.

**Дивидендная перепись** - перепись всех держателей акций, которые получают дивиденды. В мировой практике дата Д.П объявляется обычно за 3-4 недели до даты выплаты.

**Дилеры** - лица, являющиеся членами фондовой биржи и совершающие сделки с ценными бумагами (в англо- саксонских странах). В отличие от брокеров, выступающих посредниками. д. производят операции за собственный счёт, выступая в сделки с брокерами и между собой. Они не имеют права выполнять функции брокеров и заключать сделки непосредственно с клиентурой. Прибыль д. представляет собой разницу между курсами покупки и продажи бумаг.

**Доход биржи**- сумма, складывающаяся из акциза (налог на сделки) взимаемого с биржевых фирм за каждый заказ, исполненном в торговом зале; платы компаний за включение их акций в биржевой список, ежегодных взносов компаний, расходуемых биржей на поддержание их листинга на высоком уровне; платы компаний за изменение в листинге связи, например, с изменениями в структуре их капитала; эпизодических резервов, вступительных взносов новых членов.

Однако, обычные биржи представляют собой бесприбыльные ассоциации, освобожденные от уплаты корпоративного налога.

**Доходность акции** - годовой дивиденд акции, выраженный в процентах к ее рыночной цене.

**Доходность облигации** - годовой доход, выраженный в процентах к рыночной цене, отражает умножение или убывание капитала, которое обнаруживается в момент погашения. Доход по облигациям складывается из процента на инвестиции и прироста (или убытка) самих инвестиций.

**Доходные акции** - акции, по которым выплачиваются щедрое дивиденды. Но не все акции с высоким уровнем дивиденда - доходные, так как в данный момент высокий дивиденд может быть результатом ожидания не объявления дивиденда в будущем.

**Доходные облигации** - облигации по которым процент не оплачивается, если не заработан доход. Иногда процент по д.о является кумулятивным и если не выплачивается, добавляется к претензии держателя на часть имущества в случае ликвидации компании. В настоящее время Д.О выпускается редко.

**Зарегистрированный маклер** - член биржи, который покупает и продаёт ценные бумаги только за свой счёт. З.М составляют небольшой процент всех членов биржи. Их можно сравнить с частными маклерами по биржам ФРГ.

**Защита держателя ценных бумаг** - защитные атрибуты, которые называются в положениях о защите ограничения по доверенности или обязательствах компании. К ним относятся: запрет на выпуск облигаций с претензиями более высокого порядка, положения о негативном заверении, положение о закрытом, положение о залоге нового имущества, положение об открытом залоге. Эти положения направлены как на З.Д.Ц.Б. так и на сохранение финансовой гибкости компании.

**Золотообрезные ценные бумаги** - английские правительственные ценные бумаги, традиционно - оформляемые золотым обрезом (каймой). Сюда входят первоклассные ценные бумаги, выпускаемые через Банк Англии - обязательствами казначейства (кроме векселей) и облигации с гарантией британского правительства, для которых существует вторичный рынок лондонской фондовой бирже.

**Инвестиционный банк** - специализированная посредническая фирма занимающаяся посредничеством на рынке ценных бумаг.

**Инвестиционный дилер** - фирма или отдельное лицо, связанное с этой фирмой, занимается посредничеством на рынке ценных бумаг. И.д. выступает в роли дилера и осуществляет оптерайтинг, т.е. подписки по весь новый выпуск ценных бумаг или его часть, становясь их собственником с целью перепродажи. Другая важная функция - обслуживает вторичное обращение ценных бумаг, где выпускает в роли бракера, т.е. покупает и продают бумаги по поручению клиентов за комиссионные, при этом не становясь собственником бумаг. И .д. выступает и продает ценные бумаги с целью стабилизации цен.

**Инвестиционный сертификат**- свидетельство о доле (участи) в специальном фонде ценных бумаг (инвестиционном фонде) которое дает права не причисляется ни к твердо процентным ценным бумагами, ни к акциям. Цена И. с меняется в результате изменение курсов акции и облигаций включенных в инвестиционных фонд ежедневно цены И. с от разделяются делением стоимости фонда на число И.С. допущена на немного биржи, например, на Нью-Йорку, Лондону и.д.

**Инвестор** - покупатель ценных бумаг, который при выборе того или иного их видя думает прежде в иго о минимизации риска. В отличие от него спекулянт идет на рассчитанный рыск, а игрок на любой риск.

**Инвестор агрессивный** -покупатель ценных бумаг, готовый идти на риск ради получении высоких дивидендов. Обычно И а покупает акции.

**Индекс доу-джонсана.** Индекс акций, позволяющий оценить движение биржевой ресурсов на всех бирж. Связан с именем бывшего шеф- редактора «уолл стрит джфнэл» Х. доу, который создал в 1897 г. этот индекс сначала сложив курсы 12 различных акций, и затем разделить суммы на 12 И. д.д. состоит из трех различных индексов: индекса 30 промышленных акции, индекса 20 акции железнодорожных и 15 акций коммунальных компаний. Наиболее важным из них является промышленный индекс. В нем учтены акции крупнейших компаний всех отраслей промышленности, на которые приходится около 1,3 дневного оборота биржи 30 акций из которых составляется И. д.д. (промышленная его часть) представляют следующие компании: «Эллайд корп» «Алюминизм компании оф Америка», «Американ брэндз» «Американ кам», «Американ телефон энд телеграф», «БЭТ» «мохем стил», «дюпон», «Истмэн кодак » « Эксан», «дженерол Электрик» «дженерал фуде», «дженерал моторс», «Гуднер», «Инко», «Интернэмин бизнес майнинз», «Интернэмин пейпер», «джонс-Мэнвил», «Мерс», «Миннесоте Майнинг эндмоньюфэчуринг», «Оуэнс - илликойс», «Проктер энд Гэмбл», «Сизрс Роэбян», «Стандарт ойл колифорния», «Тексоно», «Юнион карбейд», «Юнайтер технолоджис», «Ю. С- стил», «Весмикчесхоце электрик», «Вулворт». Курс акций этих 30 компаний сначала складывается затем сумма делится на делитель, который в 1981 г состоял 1,314. В последние годы этот делится многократно изменился для того, чтобы учесть изменения курсов акций ряда компаний. Однако статически И.д.-не является совершенными. Наибольшее влияние в нем имеют акции с наивысшей котировкой. Кроме того,30 компаний, представленных в И.д.д, уже больше не отражают структуру экономики США в связи с тем, что отрасли сферы и услуг и отрасли, связанные с новыми технологиями имеют непропорционально низкий удельный вес хотя время от времени происходит изменение индекса, этим не достигается его окончательное приспособление к навой структуре экономике. В последнее время в США появились другие индексы акций, но И.д.д- продолжает считаться самым важным.

**Индексы акций** - цифровые показатели, которые связывают воедино информацию об изменении и курсов отдельных акций, котирующихся на бирже, и тем самым делают возможным обоснованный прочное об изменении стоимость

множества этих акций. Многочленные новшества, которыми отмечены национальные и международные рынки капитала, коснулись И.А. - происходит формирование новых показателей, отражающих специфику рынка. Так, для немецкого рынка был введен д.АХ - индекс (немецкий Л.А). одним из последних нововведений международного значения является введенный в октябре 1990 г на Лондонской бирже Евротрак - индекс. Он учитывает 100 важнейших акций континентальной Европы и выражается в немецких марках. Институциональный инвестор- кредитную финансово институты, выступающие в роли держатель акций и облигаций.

**КАМ -дивидендные акции (с дивидендами)** - ситуация, когда торговля ведется так, что объявленные компанией дивиденды получает не продавец акций (как в случае с экс дивидендными акциями), а покупатель.

**Классическая фондовая биржа-** аукцион, где торговля ведется посредством обмена ценными инструциями между трендами.

**Клиент-** лицо, фирма, прибегающие к услугам посредников для заключения биржевых сделок.

**Коммиссионер-** сбытовой посредник, но в отличие от коммиваятера он продает и покупает товары от своего имени, но за счет и по поручению поручателя (комитента). За оговоренное вознаграждение (комиссию). По сделке, совершенным К.И третьим лицом, правам и обязанности возникают между К.И третьим лицом, однако К. Если иное не установлено соглашением сторон, не отвечает перед комитентом за исполнение третьим лицом сделки, совершенной К за счет комитента.

**Комиссионные операция** - операции совершающиеся одной стороной, именуемой комитентом, от своего имени, но за счет комитента. Коммиссионер заключает договоры купли- продажи от своего имени, таким образом, он является посредником только с точки зрения комитента. для третьего лица, с которым он по поручению комитента заключает сделку, коммиссионер является стороной договора купли продажи. Взаимоотношения между коммиссионером и комитетом регулируются договором комиссии где устанавливается и порядок определение цены, по которой коммиссионер за свое посредничество получает от комитента коммиссионное вознаграждение, обозначенное в договоре, где всего как определенный процент от суммы операции.

**Комитент по листинги** - комитенты биржи, который рассматривает заявки на включение акций в биржевой список и имеет право их аннулировать по решениям персонала биржи

**Комитенты биржи-** комитенты создаваемые из представителей фирм- членом в помощь руководящему органу и персоналу биржи. На различных биржах создаются разные комитенты, например; аудиторский, бюджетный, по системам



(компьютеры) биржевым индексом, опционом. На почти на веной бирже есть комитет по листинги и комитет по процедури ром торгового зала.

**Кумуляция дивиденда** - пополнение невыплаченного дивиденда в сериях. К.д.- свойство префакции при котором все акции должны быть выплачены до того как будит оплачена обычные акции и выкуплены преференциальные. Проценты на акции не выплачиваются.

**Кумулятивная акция** -акция, дающая владельцу право на получение дополнительного дивиденда в последующие годы, если в данном году дивиденд был ниже установленного уровня.

**Курсовая прибыль** - разница между курсом, по которому завершается биржевая сделка по купли продаже ценных бумаг на срок, и курсом, зафиксированным при заключении сделки, или же разница между курсом, по которому ценная бумага реализуется в данный период, и курсом, по которому она приобретена.

**Курсовая разница** -разница, возникающая в результате изменения курса валюты или ценных бумаг. При повышении курса к.р. выражается в курсовой прибыли для держателей ценных бумаг, и при понижении - в курсовой потери. Риски потерь связанных с.к.р. могут быть застрахованы заключением сделок на срок.

**Куртаж**- вознаграждение за посредничество, получаемое маклером при совершении сделок на бирже. Обычно исчисляется в промиллях к сумме заключенной сделки и выплачивается маклером, как продавцом, так и покупателем. Ставки зависят же от объема сделок. Размер к. Определяется уставом биржи или по соглашению между участниками сделки и маклером.

**Ликвидность** - способность рынку поглотить определенное количество ценных бумаг при данном изменении цены на эти бумаги. **Ликвидный рынок** - рынок, характеризующийся гостиными сделками, узким разрывом между ценной продавца и ценой покупателя и небольшими колебанием цен от сделки к сделке. Биржа стелиться поддерживает ликвидность.

**Листинг** - допуск ценных бумаг на биржи. Если выпущенные ценные бумаги зарегистрированы на бирже, то можно производить операции по их купли придании. Акции не внесение В.Л, продаются, с прилавка «на уличном» рынке.

**Лот (партия).** 1) Стандартное количество и качество партия товара. 2) Один контракт на бирже. 3) Любая группа товара, предлагаемого на продажи одного целого.

**Маклер** - посредник при заключении сделок на фондовых и товарных биржах. действует по поручению клиента и за его счет. Имеет право юридического лица и

специализируется на определенных видах биржевых операций. М. объединяются в маклеровские услуги и взимающие за них комиссионные услуги и взимающие за них комиссионные, устанавливаемые биржевым комитетом.

**Маржа** - разница между ценами, курсами, ставками; обычно имеется в видах к общепринятым ориентирам - стоимости кредита, уплачиваемая данным конкретным заемщиком.

**Место на бирже** - права: на торговлю, иметь в торговом зале своего трейдера и совершать операции с любыми товарами и ценными бумагами, внесенными в биржевой список. М.И.Б покупается либо у самой биржи, либо у других биржевых форм. Термин сохранился с тех пор, когда брокеры торговали ценными бумагами, сидя за столом. Если членом валютной биржи становится ее акционер, то средства, внесенные в установку фонд при покупке акций, засчитываются в качестве оплаты М на Б.

**Между размещение** - ценных бумаг - придание ценных бумаг публике по извещению (проспект). За веденному государственной комиссией по ценными бумагами, или приватное размещение, исходя из предусмотренных законом исключений и без публикации проспекта.

**Налог на ценные бумаги** -налог на эмиссию ценных бумаг (акции, облигации и др.) ставки налога устанавливаются в зависимости от вида бумаги, либо от номинала. 2) Налог на биржевые сделки, взимается при переходе право собственности на ценные бумаги от обложения Н. на Ц.Б. освобождаются облигации государственных и местных займов.

**Нарицательная стоимость (номинальная цена) облигации.** Цена, обозначенная на облигации и удостоверяющая, что облигации представляют определенный капитал, временно -используемый правительством. Н.С. включается в государственный долг и выплачивается держателям облигации в момент погашения, на Н.С. начисляется процент. Кроме номинальной цены при выпуске займа государство устанавливает эмиссионный курс, т.е. цены, по которой облигации размещаются по эмиссионной цене, которая ниже номинальной.

**Недостатки листинга** 1) Дополнительный контроль за компанией; 2) Дополнительные расходы, например, биржевой сбор за листинг, ежегодная плата за поддержание листинга в хорошей форме; 3) Безразличие рынка - если компания мало известна или оказалась плохим спонсором собственного листинга, то возникающая отсюда низкая активность акций становится очевидна всем.

**Операции через брокера-** операции, при которых брокер не является представителем какой-либо стороны, ибо не состоит ни с одной из них в договорных отношениях и действует на основе отдельных поручений. Он выступает как посредник в узком смысле слова и исключительно с целью сведения

сторон, которые уже сами берут на себя обязательства по контракту, заключенному при посредничестве брокера.

**Переводной вексель** - ценная бумага, удостоверяющая безусловное денежное обязательство уплатить по наступлению срока определенную сумму денег владельцу векселя (векселедержателю)

## ЛИТЕРАТУРА

### Основная литература:

1. Каримов И.А. Узбекистан по пути углубления экономических реформ. –Т.: Узбекистон, 1995.
2. Каримов И.А.. Часть 2. Задачи И приоритеты второго этапа экономических реформ. - Ташкент: Узбекистон, 1995.
3. Каримов И.А. Узбекистан на пороге XXI века: угрозы безопасности, условия и гарантии Узбекистан, устремленный в XXI век. Т.Узбекистон, 1999.
4. Закон Республики Узбекистан о разгосударствении и приватизации от 9. 10. 1991г.
5. Закон Республики Узбекистан “О ценных бумагах и фондовой бирже” Т., 1993 .
6. Закон Республики Узбекистан “Об акционерных обществах и защите прав акционеров” Т; 26.04.1996г.
7. Положение о реестре акционеров АО от 15.05.1996г.
8. Закон Республики Узбекистан о национальном депозитарии”.
9. Алексеев ВА. Рынок ценных бумаг. - М.: Финансы и статистика, 1993.
10. Алехин ВИ. Введение в фондовые операции. - М.: Финансы и статистика, 1991.
11. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты. Учебное пособие под ред. В.С.Торкановского - Санкт-Петербург: АО “Комплект” 1994.
12. Тьюлз Дж., Бредли Э., Тьюлз М. Фондовый рынок. Университетский учебник. - М.: Инфра-М, 1997.
13. Ценные бумаги в России и работа с ними // Под ред. Л.В.Атаманчука. –М.,2001
14. Ходжаев Б.А. Гафуров ш. Шаулов д., Кап.У.Т. Финансовые операции по производственно-хозяйственной деятельности акционерных обществах и предпринимательских структурах в условиях формирования многоукладной экономики на территории Узбекистан. Кн.3. –Т., 1997.
15. Волжин И.О. , В.В. Ергашбаев. Финансовый анализ: Методическое пособие –Т: Мир экономики и права, 1998.
16. Чжен В.А. Основы приватизации. -Т.: Бизнес каталог, 1996.
17. Гафуров Ш., Беркинов Б., Пичугина О. Рынок ценных бумаг. Т.: I4ВФРА, 1995.
18. Рынок ценных бумаг // Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. - М.: Финансы и статистика, 1996.
19. Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг: Учебник. –Т.: Консаудитинформ, 2001.

### Дополнительная литература:

1. Центральный банк Республики Узбекистан. Нормативные акты по банковской деятельности (документы по частному предпринимательству). -Ташкент, 1996.
2. Центральный банк Республики Узбекистан. Нормативные акты по банковской деятельности (документы по организации расчетов). Ташкент, 1996.
3. Закон о банках и банковской деятельности в странах СНГ. –М.: Де-Юре, 1995.
4. Закон Республики Узбекистан “О ценных бумагах и фондовой бирже”, принятый 2 сентября 1993 г. Раздел 1.

5. Закон Республики Узбекистан “О механизме функционирования рынка ценных бумаг”. Принят 25 апреля 1996 года Раздел 1.
6. Указ Президента Республики Узбекистан “О дополнительных мерах по развитию рынка ценных бумаг” от 7 сентября 1995 г.
7. Указ Президента Республики Узбекистан “О Дополнительных мерах по развитию рынка ценных бумаг и Расширению участия иностранных инвесторов на фондовом рынке республики” от 31 марта 1997 г.
8. Указ Президента Республики Узбекистан “О мерах по дальнейшему развитию фондового рынка и поддержке акционерных обществ, созданных на базе государственной собственности» от 2 октября 1998 г.
9. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан N:351 “О мерах по упорядочению функционирования и дальнейшему развитию рынка ценных бумаг в республике” от 7 сентября 1995г.
10. Положение о Государственном комитете Республики Узбекистан по управлению государственным имуществом и поддержки предпринимательства (Приложение 3 к постановлению Кабинета Министров Республики Узбекистан 171 от 29 марта 1994 года).
11. Положение о порядке Совершения и регистрации сделок с ценными бумагами на территории Республики Узбекистан. (Приложение 2 к Постановлению Кабинета Министров Республики Узбекистан).
12. Балабанов И.Т. Основы финансового менеджмента - как управлять капиталом. М. Финансы и статистика, 1996г.
13. Ковалев В.В. Финансовый анализ М. Финансы и статистика ,1998г.
14. Первозванский А.А., Первозванская Т.Н.. Финансовый рынок: расчет и риск. – М.: Инфра-М, 1994.
15. Алехин В.И. Рынок ценных бумаг. –Самара: Самвен, 1992.
16. Бор М.З., Пятенко В.В.. Стратегическое управление банковской деятельностью. Москва, 1995.
17. Эйкин И.С.. Внешнеэкономические операции: право и практика. –М.: “Международные отношения”, 1994.
18. Фельдман А.А. Вексельное обращение. –М.: Инфра-М, 1995.
19. Фельдман А.А. Государственные ценные бумаги. –М.: Инфра-М, 1995.
20. Джон Дэниелс, Ли Х. Радеба. Международный бизнес. –М.: Дело ЛТД, 1994.
21. Миркин Я.М. Структура и участники рынка ценных бумаг. -М.: Деньги и кредит, 1992.
22. Иванов А.Н.. Обращение и регистрация ценных бумаг. -М.: Инфра-М, 1994.