



ФИНАНСОВЫЙ УНИВЕРСИТЕТ  
ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

# РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

УЧЕБНИК ДЛЯ СПО

Под редакцией **Ю. А. Соколова**

*Рекомендовано Учебно-методическим отделом  
среднего профессионального образования в качестве  
учебника для студентов образовательных учреждений  
среднего профессионального образования*

Книга доступна в электронной библиотечной системе  
**biblio-online.ru**

Москва ■ Юрайт ■ 2016

УДК 336(075.32)  
ББК 65.262я723  
Р95

**Автор:**

**Соколов Юрий Анатольевич** — доктор экономических наук, профессор, заслуженный деятель науки РФ, академик РАЕН, профессор кафедры денежно-кредитных отношений и монетарной политики кредитно-экономического факультета Финансового университета при Правительстве Российской Федерации.

**Рецензенты:**

*Курнышева И. Р.* — доктор экономических наук, заведующая сектором исследования конкуренции и монополий Института экономики Российской академии наук;

*Обаева А. С.* — доктор экономических наук, профессор, действительный член РАЕН, заместитель директора Департамента регулирования расчетов Центрального банка Российской Федерации.

**Рынок ценных бумаг** : учебник для СПО / под ред. Ю. А. Соколова. — М. : Издательство Юрайт, 2016. — 383 с. — Серия : Профессиональное образование.

ISBN 978-5-9916-5390-9

В учебнике рассмотрены понятие, структура, участники рынка ценных бумаг, основные виды ценных бумаг, основы организации первичного, биржевого и внебиржевого рынков ценных бумаг и особенности проведения торгов на них. С позиций современной практики показана роль и место рынка ценных бумаг как альтернативного источника финансирования экономики. Приведена классификация ценных бумаг и самого фондового рынка. Дана краткая характеристика государственных, корпоративных ценных бумаг, фьючерсов, форвардов, опционов, векселей, депозитных и сберегательных сертификатов, международных и иных ценных бумаг и их стоимостная оценка. В сжатом виде показана структура российского и западного рынков акций, облигаций, производных (деривативы) ценных бумаг. На основе новейших данных российской и зарубежной практики показана специфика сложившейся к 2013 г. структуры рынка ценных бумаг и выделены основные направления его развития. Раскрыты особенности проведения брокерской, дилерской и иной профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

*Для студентов образовательных учреждений среднего профессионального образования, преподавателей экономических дисциплин и всех, кого интересуют возможности рынка ценных бумаг.*

УДК 336(075.32)  
ББК 65.262я723

ISBN 978-5-9916-5390-9

© Коллектив авторов, 2014  
© ООО «Издательство Юрайт», 2016

## Оглавление

Авторский коллектив .....	6
Предисловие .....	7
<b>Глава 1. История формирования рынка ценных бумаг .....</b>	<b>11</b>
1.1. Становление рынка ценных бумаг .....	12
1.2. Обращение ценных бумаг в Российской империи .....	14
1.3. Ценные бумаги в СССР .....	20
1.4. Влияние мировых финансовых кризисов и дефолта на финансовую безопасность рынка ценных бумаг Российской Федерации.....	27
<i>Вопросы и задания для самоконтроля.....</i>	33
<i>Тесты .....</i>	34
<b>Глава 2. Сущность рынка ценных бумаг .....</b>	<b>37</b>
2.1. Рынок ценных бумаг как альтернативный инструмент финансирования экономики.....	37
2.2. Понятие рынка ценных бумаг.....	44
2.3. Роль и место рынка ценных бумаг.....	49
<i>Вопросы и задания для самоконтроля.....</i>	54
<i>Тесты .....</i>	54
<b>Глава 3. Виды ценных бумаг .....</b>	<b>56</b>
3.1. Понятие и классификация рынка ценных бумаг .....	56
3.2. Корпоративные ценные бумаги.....	60
3.3. Государственные ценные бумаги .....	69
3.4. Производные ценные бумаги (срочный рынок).....	78
3.4.1. Сущность производных ценных бумаг.....	78
3.4.2. Форварды и фьючерсы .....	84
3.4.3. Опционы и свопы .....	91
3.4.4. Депозитарные расписки, конвертируемые облигации, привилегированные акции и варранты.....	97
3.5. Финансовые инструменты на рынке ценных бумаг.....	109
3.5.1. Векселя, их виды и стоимостная оценка.....	109
3.5.2. Депозитные и сберегательные сертификаты. Инвестиционные сертификаты .....	114
3.6. Ценные бумаги, обеспеченные активами.....	117

3.7. Международные ценные бумаги.....	125
3.8. Стоимостные характеристики ценных бумаг.....	130
<i>Вопросы и задания для самоконтроля.....</i>	<i>137</i>
<i>Тесты.....</i>	<i>138</i>
<b>Глава 4. Участники рынка ценных бумаг.....</b>	<b>143</b>
4.1. Понятие и виды участников рынка ценных бумаг.....	143
4.2. Эмитенты и инвесторы.....	146
4.3. Профессиональные участники рынка ценных бумаг.....	153
<i>Вопросы и задания для самоконтроля.....</i>	<i>167</i>
<i>Тесты.....</i>	<i>167</i>
<b>Глава 5. Структура современного рынка ценных бумаг... 169</b>	
5.1. Общие подходы к классификации рынка ценных бумаг ...	169
5.2. Структура классического рынка ценных бумаг.....	176
5.3. Структура российского рынка ценных бумаг.....	184
<i>Вопросы и задания для самоконтроля.....</i>	<i>197</i>
<i>Тесты.....</i>	<i>198</i>
<b>Глава 6. Первичный рынок ценных бумаг.....200</b>	
6.1. Сущность и функции первичного рынка. Эмиссия ценных бумаг.....	200
6.2. Методы размещения ценных бумаг.....	209
6.3. Практика IPO.....	213
<i>Вопросы и задания для самоконтроля.....</i>	<i>224</i>
<i>Тесты.....</i>	<i>224</i>
<b>Глава 7. Вторичный биржевой рынок (фондовая биржа).....226</b>	
7.1. Фондовая биржа: западная модель.....	226
7.2. Организационная структура биржи.....	231
7.3. Листинг.....	233
7.4. Биржевые операции.....	236
7.5. Биржевые индексы и методы их расчета.....	241
7.5.1. Понятие, роль и основные виды индексов.....	241
7.5.2. Методы расчета индексов.....	247
7.5.3. Российские биржевые индексы.....	249
<i>Вопросы и задания для самоконтроля.....</i>	<i>258</i>
<i>Тесты.....</i>	<i>258</i>
<b>Глава 8. Вторичный внебиржевой рынок ценных бумаг («уличный» рынок) и организация его деятельности.....261</b>	
8.1. Понятие, задачи и операционный механизм вторичного внебиржевого рынка ценных бумаг.....	261
8.2. Национальные особенности вторичных внебиржевых рынков ценных бумаг.....	264

8.3. Особенности вторичного внебиржевого рынка ценных бумаг в Российской Федерации .....	267
<i>Вопросы и задания для самоконтроля</i> .....	269
<i>Тесты</i> .....	270
<b>Глава 9. Инвестиционная деятельность кредитно-финансовых институтов на рынке ценных бумаг .....</b>	<b>272</b>
9.1. Деятельность банков на рынках ценных бумаг .....	274
9.2. Инвестиционные компании на рынке ценных бумаг .....	277
9.3. Инвестиционная деятельность страховых компаний, пенсионных фондов и прочих небанковских кредитных организаций .....	283
<i>Вопросы и задания для самоконтроля</i> .....	289
<i>Тесты</i> .....	290
<b>Глава 10. Основы принятия инвестиционного решения ...</b>	<b>292</b>
10.1. Фундаментальный анализ фондового рынка.....	294
10.2. Технический анализ фондового рынка .....	298
10.3. Формирование портфеля ценных бумаг.....	306
<i>Вопросы и задания для самоконтроля</i> .....	311
<i>Тесты</i> .....	311
<b>Глава 11. Регулирование рынка ценных бумаг в Российской Федерации .....</b>	<b>313</b>
11.1. Сущность и принципы регулирования рынка ценных бумаг .....	313
11.2. Государственное регулирование и саморегулируемые организации рынка ценных бумаг .....	314
11.3. Нормативно-правовое регулирование рынка ценных бумаг .....	323
<i>Вопросы и задания для самоконтроля</i> .....	327
<i>Тесты</i> .....	327
<b>Глава 12. Национальные особенности регулирования рынков ценных бумаг.....</b>	<b>329</b>
12.1. Регулирование рынков ценных бумаг в развитых странах .....	330
12.2. Регулирование рынков ценных бумаг в странах Восточной Европы.....	339
12.3. Регулирование рынков ценных бумаг в странах — участницах СНГ.....	347
<i>Вопросы и задания для самоконтроля</i> .....	354
<i>Тесты</i> .....	354
<b>Нормативные правовые акты .....</b>	<b>355</b>
<b>Литература .....</b>	<b>357</b>
<b>Основные понятия и термины .....</b>	<b>361</b>

## Авторский коллектив

Ответственный редактор **Соколов Ю. А.**, доктор экономических наук, академик РАЕН, Заслуженный деятель науки, профессор кафедры «Денежно-кредитные отношения и монетарная политика» Финансового Университета при Правительстве РФ — предисловие.

**Басс А. Б.**, доцент, кандидат экономических наук — гл. 3 (3.4); гл. 6.

**Жуков Е. Ф.**, доктор экономических наук, академик РАЕН, профессор — гл. 7 (7.1, 7.2, 7.4).

**Литвиненко Л. Т.**, профессор, кандидат экономических наук, — гл. 3 (3.1, 3.2, 3.5, 3.7, 3.8); гл. 10.

**Ляльков С. Ю.**, ст. преподаватель, кандидат экономических наук — гл. 7 (7.5).

**Ляльков Ю. М.**, доцент, кандидат экономических наук — гл. 4.

**Маркова О. М.**, доцент, кандидат экономических наук — гл. 2 (2.2, 2.3); гл. 3 (3.4).

**Нишатов Н. П.**, кандидат экономических наук, доцент — гл. 1, 8.

**Мартыненко Н. Н.**, доцент, кандидат экономических наук — гл. 2 (2.1); гл. 5; основные понятия и термины.

**Осипов С. Ю.**, доцент, кандидат экономических наук — гл. 9.

**Удалищев Д. П.**, доцент, кандидат экономических наук, академик РАЕН — гл. 7 (7.3); гл. 12.

**Яблонская О. В.**, кандидат экономических наук, доцент — гл. 3 (3.6); гл. 11.

## Предисловие

Рынок ценных бумаг является важной составной частью финансового рынка и необъемлемым элементом развития экономики страны. В последние годы принимается много новых нормативных документов, касающихся развития операций на фондовом рынке, расширяется сфера профессиональных участников и финансовых институтов, участвующих в операциях с ценными бумагами, улучшаются инвестиционный климат и возможности применения институциональными инвесторами новых технологий работы на фондовом рынке, обусловленных развитием внебиржевых систем торговли ценными бумагами и Интернет-трейдинга.

Учебник «Рынок ценных бумаг», подготовленный авторским коллективом Финансового университета при Правительстве РФ под редакцией профессора Ю. А. Соколова, раскрывает наиболее сложные проблемы, связанные с исследованием сущности и роли рынка ценных бумаг в современной экономике. В нем рассматриваются структура, правовое регулирование и обеспечение финансовой устойчивости операций на фондовом рынке, дается комплексное представление о видах ценных бумаг, используемых в отечественной и зарубежной практике, исследуются вопросы эмиссии и обращения ценных бумаг, принципы организации и функционирования биржевого и внебиржевого рынка, виды сделок с ценными бумагами, методы расчета биржевых индексов, принципы формирования портфеля ценных бумаг.

Учебник содержит вопросы для самопроверки и тесты для закрепления изученного материала в разрезе представленных глав.

В учебнике представлены основы рынка ценных бумаг с точки зрения его происхождения и сущности, характеристики видов ценных бумаг, их стоимостных оценок (доходности, риска вложений, возможности секьюритизации).

В гл. 1 приведены теоретические положения, отражающие историю развития и основные этапы формирования рынка

ценных бумаг, эволюцию и развитие фондовых бирж; подробно исследованы исторические особенности становления рынка ценных бумаг начиная с Российской империи, его возрождения в конце XX в. вплоть до анализа влияния мировых финансовых кризисов на современное состояние рынка ценных бумаг в России.

В гл. 2 отражена сущность рынка ценных бумаг с точки зрения его использования как альтернативного источника финансирования экономики, изучены роль и место рынка ценных бумаг в рыночных отношениях с позиции правового регулирования в рамках проводимой Банком России денежно-кредитной политики, направленной на обеспечение стабильного экономического роста, безинфляционного развития страны, уменьшения макроэкономических рисков, концентрации капиталов, необходимых России для модернизации экономики.

В гл. 3 и 4 подробно рассмотрены виды, классификация и свойства ценных бумаг с учетом особенностей и стоимостной оценки классических (акций и облигаций), производных (форвардов, фьючерсов, опционов, свопов, депозитарных расписок и warrants) и международных (евроакций, еврооблигаций и евроноут) ценных бумаг. Также проанализированы виды финансовых инструментов (векселей, депозитных, сберегательных и инвестиционных сертификатов), использование секьюритизации на рынке ценных бумаг. Изучены субъекты и профессиональные участники рынка ценных бумаг в рамках реализации инвестиционных и инновационных стратегий развития России на перспективу.

В учебнике отражены основы организации рынка ценных бумаг, показаны принципы деятельности и функции первичного и вторичного рынков ценных бумаг, рассмотрены их организационная и управленческая структура, проанализирован механизм деятельности и регулирования биржевого и внебиржевого сегментов рынка ценных бумаг.

В гл. 5 раскрываются особенности формирования моделей рынка ценных бумаг и их структура, способы оценки и преимущества использования различных моделей для повышения прибыльности операций, рентабельности соответствующих подразделений рынка, снижения себестоимости реализации на рынке новых видов ценных бумаг, улучшения взаимоотношений участников рынка в современных российских условиях.



В гл. 6—8 приводится общая характеристика первичного, вторичного и уличного рынка ценных бумаг; рассматриваются особенности эмиссии и методы размещения ценных бумаг, возможности применения IPO на фондовом рынке; показывается организационная структура, функции и листинг на фондовой бирже; процесс проведения торговой регистрации, сопоставления и организации расчетов, а также основные виды операций и сделок, формирования биржевой информации и определения биржевых индексов; отдельно отражены понятие, задачи и операционный механизм уличного рынка (в том числе организованного «уличного» рынка на основе системы *NASDAQ*), а также исследованы национальные особенности уличных рынков стран мира.

В гл. 9 представлены вопросы инвестиционной деятельности кредитно-финансовых институтов на рынке ценных бумаг (коммерческих банков, инвестиционных компаний, страховых компаний, пенсионных фондов и прочих небанковских кредитных организаций) с точки зрения качества использования различных видов финансовых инструментов, оценки чувствительности к рискам, обеспечения финансовой устойчивости.

В гл. 10 показывается механизм принятия решений на рынке ценных бумаг на основе внедрения оптимальных стратегий и тактики управления рисками, проведения фундаментального и технического анализа при формировании высокодоходного и безрискового портфеля ценных бумаг в процессе осуществления сделок.

В гл. 11 рассматривается система государственного регулирования рынка ценных бумаг, включающая законодательно-правовую базу, органы и механизм регулирования, а также национальные особенности регулирования рынка ценных бумаг в страновом аспекте, влияющие на уровень и изменение общего финансового результата деятельности участников рынка ценных бумаг — формирования и использования прибыли и анализа показателей рентабельности.

В гл. 12 рассмотрены особенности регулирования ценных бумаг развитых странах мира, стран Восточной Европы, стран — участниц СНГ.

Учебник содержит вопросы для самопроверки и тесты для закрепления изученного материала.

В ходе подготовки учебника были изучены законодательные и инструктивные материалы ЦБ РФ, включая его

Службу по финансовым рынкам, саморегулируемых организаций. Кроме того, обобщены общая и специальная литература, периодическая печать, а также рекомендации зарубежных исследователей деятельности кредитных институтов и рынка ценных бумаг.

Заслужой авторов можно признать то, что в учебнике имеются многочисленные примеры из практики работы профессиональных участников рынка ценных бумаг и кредитных институтов России, вопросы для самопроверки и тесты для самостоятельного решения. Это позволяет студентам в доступной и наглядной форме более глубоко освоить теоретические вопросы и использовать приобретенные навыки для практического применения в будущей работе.

Таким образом, предлагаемый учебник имеет большое значение для подготовки студентов в области функционирования рынка ценных бумаг и может быть полезен для самостоятельного обучения.

После изучения материалов данного учебника студент должен:

***знать***

- историю формирования рынка ценных бумаг;
- сущность рынка ценных бумаг;
- виды ценных бумаг;
- структуру рынка ценных бумаг;
- использование рынка ценных бумаг как альтернативного источника финансирования экономики;

***уметь***

- применять полученные знания в процессе осуществления операций на фондовом рынке;
  - различать основных участников и виды рынков ценных бумаг;
  - определять особенности инвестиционной деятельности кредитно-финансовых институтов на рынке ценных бумаг;
- принимать решения при формировании портфеля ценных бумаг;

***владеть***

- информацией о роли и месте первичного, вторичного биржевого и небиржевого рынка ценных бумаг в экономике;
- знаниями о регулировании рынка ценных бумаг в России и других странах мира.

# Глава 1

## ИСТОРИЯ ФОРМИРОВАНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

---

В результате изучения данной главы студент должен:

### **знать**

- в каком историческом периоде возник российский рынок ценных бумаг;
- какие виды ценных бумаг доминировали в обороте российского рынка в конце XIX — начале XX в.;
- особенности рынка негосударственных ценных бумаг, в частности биржевой торговли, в период нэпа;
- сущность и особенности экономических кризисов, а также динамику их масштабов в исторической ретроспективе;
- позитивные и негативные аспекты развития рыночной экономики в Российской Федерации;

### **уметь**

- объяснить причины возникновения российских экономических и финансовых кризисов последних десятилетий;
- дать оценку последствиям кризисов на российском рынке ценных бумаг;
- различать виды государственных займов Российской империи по срокам обращения и другим параметрам (именные и предъявительские, купонные и бескупонные и др.);
- комментировать особенности эмиссии и обращения ценных бумаг местных органов власти в Российской империи;
- провести оценку состояния и проблем обращения государственных ценных бумаг в период с начала 1930-х гг. по 1957 г.;
- объяснить причины и раскрыть последствия принятого государством в 1957 г. беспрецедентного решения об отсрочке на 20 лет начала погашения послевоенных займов;
- комментировать информацию о развитии рынка частных ценных бумаг в стране в начале 1990-х гг. и возрождении института фондовой биржи;

### **владеть**

- информацией о том, какие ценные бумаги в Российской империи занимали доминирующее положение в структуре государственного долга и на какие сроки они выпускались;

- знаниями об особенностях биржевой торговли ценными бумагами в Российской империи;
  - знаниями о возрождении эмиссии частных ценных бумаг в СССР в конце 1980-х гг., появлении суррогатов акций и негосударственных облигаций;
  - информацией о многочисленных неудачных попытках эмиссии государственных ценных бумаг в начале 1990-х гг. в СССР;
  - информацией о кризисах российского рынка ценных бумаг 1998 и 2008 гг. и мерах Правительства РФ по преодолению их последствий;
  - знаниями о перспективах развития российского рынка ценных бумаг.
- 

## **1.1. Становление рынка ценных бумаг**

Первые ценные бумаги появились еще в недрах феодализма. В период XVII—XVIII вв. они стали играть роль альтернативного инструмента для привлечения государством временно свободных финансовых ресурсов. Причины их появления были связаны с потребностью финансирования все возрастающих государственных расходов, предоставлением межгосударственных займов и др. Поэтому исторически первыми появились именно государственные долговые обязательства, оформленные в виде ценных бумаг, т.е. государственные облигации.

Появление первых ценных бумаг ознаменовало и создание рынков их обращения, т.е. сфер, где они продавались и покупались. Первые рынки ценных бумаг возникли в этот же период в развитых странах Западной Европы.

Вслед за государством интерес к альтернативным инструментам привлечения финансовых ресурсов стал проявлять и частный сектор экономики. Частные ценные бумаги в виде акций появились в период так называемого первоначального накопления капитала. Их появление связано с возникновением в XVII в. акционерных компаний в отдельных странах. Пионерами здесь считаются Ост-Индская и Вест-Индская компании, которые были созданы в Голландии и занимались колониальной торговлей. Эта деятельность приносила высокие прибыли и способствовала быстрому росту цен выпущенных ими акций.

С появлением акций и расширением спекулятивной торговли ими появляются и первые фондовые биржи. Первая фондовая биржа появилась в XVII в. в Амстердаме. В этот же период фондовые биржи получили развитие

в Англии, Франции, Германии и других странах. Лидерство в биржевой фондовой торговле на долгие годы закрепилось за Англией.

В дальнейшем на рынках ценных бумаг появились и частные, т.е. корпоративные, облигации. Они не изменяли отношений собственности в отличие от акций, приносили стабильный доход и поэтому быстро завоевали популярность.

Развитие рынков ценных бумаг в мире происходило неравномерно, как по странам, так и во времени. Быстрее их эволюция протекала в промышленно развитых странах.

В отдельные временные периоды наблюдались всплески активности развития рынков ценных бумаг. Один из них произошел в конце XIX — начале XX в. Это было связано с научно-технической и промышленной революцией, начавшейся в мире, в частности со строительством железных дорог. При этом массово создавались и развивались акционерные компании в различных сферах деятельности. Оборот ценных бумаг совершался преимущественно на фондовых биржах, поскольку внебиржевых рынков в этот период практически не существовало.

Бурное развитие рынков ценных бумаг отмечалось также после завершения мирового экономического кризиса — так называемой Великой депрессии в 30-е гг. XX в. Этот период характеризовался усилением процессов концентрации и централизации капитала в развитых странах. С этого же времени рынки ценных бумаг начинают активно регулироваться государством с целью устранения мошенничества и злоупотреблений, нередко возникавших в этой сфере. Формируются также новые сегменты рынка ценных бумаг, в частности внебиржевой первичный рынок.

После окончания Второй мировой войны наблюдался очередной период бурного развития национальных рынков ценных бумаг. Причинами этого послужили расширение научно-технической и промышленной революции, процессы бурного обновления технологий в производственной и информационной сферах, усиление международной конкуренции и др. Этот период характеризовался резким увеличением разнообразия видов ценных бумаг, в частности появлением производных, международных частных ценных бумаг, а также финансовых инструментов и т.д. Происходит дальнейшее усложнение инфраструктуры рынка ценных бумаг. Помимо фондовой биржи и первичного внебиржевого рынка

начал функционировать так называемый уличный (организованный вторичный внебиржевой) рынок.

Эволюция рынков ценных бумаг в странах, пострадавших от войны, была существенно замедлена, поэтому лидирующие позиции здесь до сих пор сохраняют США и некоторые другие страны.

В отдельных странах, где преобладали централизованные системы государственного управления экономикой, развитие рынков ценных бумаг происходило особыми путями. Примером может служить СССР, где рынок ценных бумаг практически отсутствовал. Лишь в короткий период нэпа (1922–1928) в стране наряду с государственными происходило обращение и частных ценных бумаг. Поэтому современное развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации — историческом преемнике СССР — сегодня существенно отстает от других стран.

Таким образом, усиление роли государства, научно-техническая революция, промышленный рост и расширение акционерной формы собственности явились главными причинами возникновения и развития рынков ценных бумаг в мире.

## **1.2. Обращение ценных бумаг в Российской империи**

Возникновение российского рынка ценных бумаг исторически восходит к эпохе правления Екатерины II, когда в 1769 г. Россией был размещен в Голландии (в Амстердаме) первый государственный внешний заем. В дальнейшем государство продолжало регулярно покрывать свои потребности в финансовых ресурсах за счет размещения крупных займов на зарубежных рынках.

Государственные ценные бумаги на внутреннем рынке появились при Александре I в связи с известным Высочайшим указом от 25 марта 1809 г., определившим основные правила и условия их выпуска и обращения. В 1817 г. была сформирована Государственная комиссия погашения долгов, в ведении которой находились государственные процентные бумаги.

Первые российские внутренние займы приносили доход в размере 6% годовых с дополнительным премиальным одним процентом (грация), которые выплачивались ежегодно. Их доходность была выше, нежели предоставляе-

мая государственными кредитными конторами, поскольку последние в силу традиций и ряда других факторов пользовались повышенным доверием широкой публики. Кроме того, государственные облигации принимались в качестве залогов, откупов, казенных сборов и пошлин, что также было призвано способствовать повышению их привлекательности.

Государство стало регулярно использовать и этот канал привлечения финансовых ресурсов в казну, однако покрытие дефицита бюджета за счет него не превышало 10% вплоть до середины XIX в. Основная доля поступлений в казну шла за счет внешних займов. С этого времени российские государственные облигации начали активно обращаться на биржевом и внебиржевом рынках страны.

В течение XIX — начала XX в. российский государственный бюджет отличался хроническим дефицитом, поэтому государство систематически осуществляло эмиссии облигаций. Традиционно они выпускались в разных вариантах — именные и предъявительские, купонные и бескупонные и др. Именные облигации могли конвертироваться в предъявительские и наоборот при участии Государственной комиссии погашения долгов. Государство стимулировало развитие рынка именных облигаций, поэтому конверсия предъявительских бумаг была бесплатной для их владельцев, в то время как обратная процедура требовала от них определенных расходов.

По периоду обращения облигаций государственные займы Российской империи делились на краткосрочные, среднесрочные, долгосрочные и бессрочные. Продолжительность обращения краткосрочных бумаг составляла от 3 до 12 месяцев, а их номинал не превышал 500 руб. Эмитентом выступало Министерство финансов, объем непогашенной задолженности которому по этим займам первоначально был ограничен суммой 50 млн руб., а в начале XX в. существенно расширен. Краткосрочные облигации продавались с дисконтом к номиналу, а погашались Государственным банком по нарицательной стоимости, что позволяло владельцам получать установленный доход.

К среднесрочным бумагам относились выпускавшиеся Государственным казначейством билеты, период обращения которых составлял четыре и восемь лет для разных серий, а номинал устанавливался в размере 50 руб. Первые выпуски этих бумаг приносили доход в размере 3% годовых, а доходность последующих серий достигала 4%. Они имели

льготы по налогообложению дохода, а также принимались Государственным банком и Казначейством во все виды платежей по номинальной стоимости. Билеты Государственного казначейства сохраняли свою платежеспособность на протяжении еще 10 лет после завершения установленного при эмиссии срока обращения и, по существу, выполняли функции процентных денег.

Долгосрочные облигации в России выпускались на период 50—80 лет и более и вместе с бессрочными займами занимали доминирующее положение в структуре государственного долга. Бессрочные займы приносили владельцам облигаций непрерывный доход, т.е. ренту, однако правительство в соответствии с законом имело право погашать их по номинальной стоимости. Такая процедура могла проходить тиражами с обязательным предъявлением бумаг к погашению или путем их свободной скупки на бирже. Последний вариант объясняет очень долгое нахождение в обращении отдельных выпусков российских бессрочных бумаг, эмитированных еще в начале XIX в.

Завершая характеристику государственных ценных бумаг Российской империи, следует упомянуть и так называемые гарантированные бумаги. К ним относились, как правило, акции и облигации российских железнодорожных компаний, имевшие срочные или бессрочные правительственные гарантии. Наличие таких гарантий обеспечивало держателям бумаг безусловное получение в срок установленных процентов и минимальных дивидендов, несмотря на проблемы, возникавшие у эмитентов. Такая практика позволяла стимулировать привлечение капитала, особенно иностранного, в частный сектор экономики страны.

Появление на российском рынке акций и частных облигаций в период правления Николая I связано с принятием в 1836 г. Закона о промышленных обществах. Объем оборота новых видов ценных бумаг в России долгое время оставался незначительным по сравнению с государственными облигациями, а также по отношению к развитым зарубежным рынкам. Это было связано с традиционным относительно слабым развитием частного предпринимательства в стране. В начале XX в. в России насчитывалось немногим более 1,5 тыс. акционерных компаний, что, безусловно, было недостаточно для огромной державы. В основном на рынке котировались акции железных дорог, коммерческих и земельных



банков, а также нефтяных, металлургических и страховых компаний.

Согласно действовавшему общему законодательству акции являлись именными ценными бумагами. Тем не менее в соответствии с уставами акционерных компаний, положения которых имели приоритет над общим законодательством, зачастую осуществлялась эмиссия предъявительских акций. Поэтому они доминировали в обороте этого сегмента рынка.

И, наконец, в третьей четверти XIX в., в период правления Александра II, на российском рынке появились долговые ценные бумаги городов, т.е. местных органов власти. Их привлекательность существенно уступала государственным облигациям, несмотря на повышенную доходность. Они имели хождение, как правило, только в тех регионах, где были выпущены, а также обладали довольно длительными сроками обращения — до 50 лет и более. Из-за ограниченности региональных ресурсов значительная их часть размещалась за границей. Российские местные ценные бумаги долгое время были редким явлением как на внутреннем, так и на зарубежных рынках, и лишь в начале XX в. этот рынок немного оживился. В этот период более 60 городов России выпускали местные займы, однако подавляющая часть их эмиссии все же была сосредоточена в нескольких крупных центрах, в частности Санкт-Петербурге и Москве.

Торговля ценными бумагами в Российской империи проводилась главным образом фондовыми отделами товарных бирж и Государственным банком, при посредничестве коммерческих банков. Операции с ценными бумагами первых выпусков государственных займов начали проводиться Санкт-Петербургской, а затем и Московской товарными биржами. Ими были разработаны и использованы на практике первые правила осуществления фондовых операций, которые в последующем были усовершенствованы и распространены на других участников биржевого рынка. Позже к торговле ценными бумагами приобщились и региональные биржи, крупнейшими из которых были Варшавская, Киевская, Одесская, Рижская, Харьковская и др.

Биржевая публика, посещавшая фондовые отделы, делилась на ряд категорий: действительные члены, постоянные посетители, представители Министерства финансов и гости. К первым относились агенты банковских учреждений

и отдельные лица, обладавшие так называемыми промысловыми свидетельствами первого разряда на проведение банкирских операций. Они могли заключать биржевые сделки без посредничества фондовых маклеров, используя своих уполномоченных и подручных. Вторыми были лица, обладавшие промысловыми свидетельствами первой купеческой гильдии и наделенные правом заключения сделок только при посредничестве биржевых маклеров. Представители Министерства финансов осуществляли установленные законом надзорные функции за биржевой деятельностью и проводили сделки с ценными бумагами и валютой от имени и за счет Государственного банка и Казначейства. Гости, при наличии рекомендаций действительных членов, допускались на биржу без права заключения сделок. Прочая публика, как правило, мелкие инвесторы, не имея доступа на биржу, могла осуществлять фондовые сделки через посредников, открывая специальные счета в банках для оплаты необходимых расходов и зачисления полученных доходов.

Руководство деятельностью фондовых отделов товарных бирж осуществлялось советами, избираемыми на общих собраниях действительных членов, персональный состав которых подлежал утверждению Министерством финансов. Круг функций, выполняемых советами, включал: разработку и утверждение правил фондовых сделок; принятие решений о допуске ценных бумаг к котировке; установление размеров вознаграждений маклеров; урегулирование споров по сделкам; определение порядка проведения общих собраний и др.

Маклеры, назначаемые на должность Министерством финансов по представлению советов фондовых отделов бирж, выполняли исключительно посреднические функции, т.е. не имели права совершать операции от своего имени и за свой счет. Их вознаграждение по основным видам ценных бумаг составляло 0,1% суммы сделки с каждого ее участника.

Информация по совершенным сделкам обобщалась котировочной комиссией для составления сводных бюллетеней котировок ценных бумаг, которые публиковались в таких известных в то время изданиях, как «Биржевые ведомости» и «Торгово-промышленная газета», а также представлялись в Министерство финансов.

Начало Первой мировой войны ввергло фондовый рынок Российской империи, как и многие другие европейские рынки, в глубокий кризис. К середине 1915 г. на нем наметилась тенденция оживления деятельности, однако поли-

тическая нестабильность в стране не позволила фондовому рынку полностью восстановиться.

После февральских событий 1917 г. экономическое положение страны стало серьезно ухудшаться. Рост военных расходов, высокие темпы инфляции и огромный государственный долг, доставшийся от прежнего режима, вынудили Временное правительство срочно изыскивать возможности привлечения финансовых ресурсов. Из двух главных источников — получения новых кредитов у военных союзников и осуществления внутренних заимствований — ставка была сделана главным образом на второй. С этой целью были подтверждены все прежние государственные долговые обязательства, существенно упрощен порядок акционирования, а также либерализован допуск иностранного капитала на российский фондовый рынок, что вскоре позволило его относительно стабилизировать.

Крупнейшие банки страны подписали соглашение с Министерством финансов о размещении так называемого Займа свободы 1917 г. — первой эмиссии долгосрочных облигаций Временного правительства. Вследствие высокой инфляции в стране результативность его размещения оказалась чрезвычайно низкой. Поэтому одновременно с этим были предприняты попытки выпуска еще двух займов — выигрышного и железнодорожного, но они также не имели успеха.

Еще одной неудачной и последней попыткой Временного правительства стал проект принудительного «Российского государственного 5,5%-ного военного ликвидационного займа 1917 г.».

Срок его обращения по проекту составлял 20 лет, а объем — 10 млрд руб. Заем был предназначен для подписки среди строго определенных категорий физических и юридических лиц — по большей части представителей крупного капитала. Облигации могли приниматься в залог, доходы по ним освобождались от налога, и предполагалось их свободное обращение на внутреннем рынке. Однако правительство не решилось на реализацию займа, поскольку из-за эскалации военных действий и крупных неудач на фронте его успех стал нереальным. Этот опыт представляет интерес и сегодня ввиду определенной аналогии экономической ситуации в стране.

Таким образом, к началу XX в. российский рынок ценных бумаг окончательно сформировался — как структурно,

так и функционально, достигнув апогея в 1914 г. Однако по степени развития в силу объективных причин он в целом отставал от западных соседей, особенно Германии, Франции, Англии и США, а к концу 1917 г. практически прекратил свое существование.

### **1.3. Ценные бумаги в СССР**

После очередной смены политической власти в стране декретом ВЦИК в январе 1918 г. были аннулированы все внешние и внутренние долги и гарантийные обязательства царского и Временного правительств. Ликвидация российского рынка облигаций и акций была окончательно завершена в сентябре 1920 г. соответствующим декретом Совета Народных Комиссаров.

Возрождение рынка ценных бумаг в стране началось с переходом к новой экономической политике (нэпу). Государственные заимствования на внутреннем рынке возобновились в 1922—1923 гг., когда была проведена не имевшая ранее аналогов эмиссия облигаций первого и второго так называемых хлебных займов, а также сахарного займа. Они носили краткосрочный (сезонный) характер — срок обращения каждого не превышал года. Бумаги номинировались соответственно в пудах ржи и сахара, приобретались за деньги, а погашались либо натурой, либо деньгами — по усмотрению держателей. Максимальный номинал хлебных облигаций, например, составлял 100 и 10 пудов ржи — для первого и второго займов соответственно. Облигации хлебных и сахарного займов принимались в уплату существовавшего тогда натурального налога и были привлекательны для граждан, особенно занятых в сельском хозяйстве. Натуральные займы имели очевидный успех, благодаря им в стране появился вторичный рынок облигаций. Позже предпринимались попытки эмиссии краткосрочных денежных займов, но из-за отсутствия должного опыта их выпуск оказался нерентабельным для государства.

Эти же годы ознаменовались первым в СССР выпуском долгосрочного займа, именовавшегося в обиходе золотым займом 1922 г.<sup>1</sup> Период его обращения превышал

---

<sup>1</sup> Официальное название — Государственный внутренний долгосрочный 6%-ный с выигрышами заем 1922 г.

11 лет, а продажа облигаций, выплата доходов, в том числе выигрышей, осуществлялись в рублях по курсу, привязанному к золоту. Заем отличался широким спектром преимуществ для владельцев, в частности освобождением доходов от налогов, ежегодными тиражами выигрышей, возможностью залога облигаций и др., однако успеха не имел. Это послужило вынужденной причиной организации его принудительного размещения, что стало широко практиковаться с этих пор. Принудительно размещались: второй государственный выигрышный заем 1924 г.; ряд специальных займов для аккумуляции временно свободных денежных ресурсов государственных предприятий и учреждений; займы индустриализации, укрепления крестьянского хозяйства, предназначенные для государственных служащих и рабочих, и др. Однако в период 1922—1926 гг. выпускались и добровольные долгосрочные и среднесрочные займы, например так называемые крестьянские. Они были вполне привлекательными для вкладчиков, но не достаточно эффективными для государства, поэтому со временем их выпуск был прекращен.

В 1924—1925 гг. предпринимались меры для преодоления синдрома принудительных займов. Наркомат финансов практиковал фондовые интервенции, т.е. активно скупал государственные ценные бумаги, что способствовало значительному оживлению этого рынка. Купля-продажа государственных ценных бумаг изначально проводилась Госбанком, специальными банками и сберегательными кассами, а в результате реорганизации в 1927—1928 гг. первичного и вторичного рынков единственным посредником между государством и населением стал институт сберкасс. Все расходы по обслуживанию государственных займов финансировались за счет бюджета страны.

Рынок частных ценных бумаг в СССР возник с утверждением Советом труда и обороны в марте 1922 г. Положения о комиссии для рассмотрения предложений об образовании смешанных обществ. Она определяла порядок создания и функционирования акционерных обществ с долевым государственным и иностранным участием.

Суммарный капитал таких учреждений, в том числе банков, превышал к 1925 г. 300 млн руб. Имеющихся ресурсов было достаточно для активизации фондовой торговли, но этот рынок все же не получил значительного развития. Причины крылись в доминировании государства в струк-