

# РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

УЧЕБНИК ДЛЯ АКАДЕМИЧЕСКОГО БАКАЛАВРИАТА

Под общей редакцией **Н. И. Берзона**

5-е издание, переработанное и дополненное

*Рекомендовано Учебно-методическим отделом высшего образования  
в качестве учебника для студентов высших учебных заведений,  
обучающихся по экономическим направлениям*

**Книга доступна в электронной библиотеке [biblio-online.ru](http://biblio-online.ru),  
а также в мобильном приложении «Юрайт.Библиотека»**



**Москва ■ Юрайт ■ 2019**

УДК 33(075.8)  
ББК 65.262я73  
P95

**Ответственный редактор:**

**Берзон Николай Иосифович** — профессор, доктор экономических наук, профессор кафедры фондового рынка и рынка инвестиций Департамента финансов факультета экономики Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики».

**Рецензенты:**

*Галанов В. А.* — доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой биржевого дела Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова;

*Морыженков В. А.* — доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой управления финансовыми рисками Государственного университета управления.

P95 **Рынок ценных бумаг** : учебник для академического бакалавриата / под общей редакцией Н. И. Берзона. — 5-е изд., перераб. и доп. — Москва : Издательство Юрайт, 2019. — 514 с. — (Бакалавр. Академический курс). — Текст : непосредственный.

ISBN 978-5-534-11196-5

Коллектив авторов подготовил данный учебник на основе курсов лекций, прочитанных в НИУ «ВШЭ», с учетом новых тенденций развития финансовых рынков и современных требований к подготовке специалистов для работы на рынке ценных бумаг.

Учебник предназначен для бакалавриата и специалитета вузов, студентов, обучающихся по специальности «Финансы и кредит», а также для специалистов по магистерским программам «Финансовые рынки и финансовые институты», «Финансовый инжиниринг» и «Фондовый рынок и инвестиции». В данном издании освещаются практически все основные вопросы, содержащиеся в действующих стандартах этих дисциплин.

Соответствует актуальным требованиям Федерального государственного образовательного стандарта высшего образования.

*Для студентов, аспирантов, преподавателей экономических специальностей вузов, а также для всех, кто интересуется современной экономикой.*

УДК 33(075.8)

ББК 65.262я73



*Все права защищены. Никакая часть данной книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме без письменного разрешения владельцев авторских прав. Правовую поддержку издательства обеспечивает юридическая компания «Дельфи».*

ISBN 978-5-534-11196-5

© Коллектив авторов, 2015  
© Коллектив авторов, 2019,  
с изменениями  
© ООО «Издательство Юрайт», 2019

# Оглавление

Авторский коллектив .....	7
Принятые сокращения.....	8
Предисловие .....	10
<b>Глава 1. Рынок ценных бумаг в системе финансовых отношений .....</b>	<b>13</b>
1.1. Финансовая система.....	14
1.2. Понятие рынка ценных бумаг.....	18
1.3. Классификация рынка ценных бумаг .....	21
<i>Ключевые понятия и термины .....</i>	<i>27</i>
<i>Вопросы для самопроверки.....</i>	<i>27</i>
<i>Литература .....</i>	<i>27</i>
<b>Глава 2. Секьюритизация финансовых рынков и финансовых активов.....</b>	<b>28</b>
2.1. Секьюритизация финансовых рынков .....	29
2.2. Секьюритизация финансовых активов .....	37
<i>Ключевые понятия и термины .....</i>	<i>45</i>
<i>Вопросы для самопроверки.....</i>	<i>46</i>
<i>Литература .....</i>	<i>46</i>
<b>Глава 3. Виды ценных бумаг .....</b>	<b>47</b>
3.1. Понятие и основные свойства ценной бумаги .....	47
3.2. Классификация ценных бумаг .....	48
<i>Ключевые понятия и термины .....</i>	<i>57</i>
<i>Вопросы для самопроверки.....</i>	<i>57</i>
<i>Литература .....</i>	<i>58</i>
<b>Глава 4. Акции .....</b>	<b>59</b>
4.1. Понятие и фундаментальные свойства акций .....	60
4.2. Обыкновенные акции .....	63
4.3. Привилегированные акции .....	69
4.4. Оценка акций .....	80
4.5. Доходность акций.....	88
4.6. Стоимость акций.....	90
4.7. Приобретение и выкуп акций.....	95
<i>Ключевые понятия и термины .....</i>	<i>101</i>
<i>Вопросы для самопроверки.....</i>	<i>102</i>
<i>Литература .....</i>	<i>102</i>

<b>Глава 5. Облигации</b> .....	<b>103</b>
5.1. Классификация облигаций .....	103
5.2. Ценообразование облигаций.....	106
5.3. Структура процентных ставок.....	109
5.4. Риски облигаций .....	118
5.5. Дюрация и выпуклость .....	120
<i>Ключевые понятия и термины</i> .....	128
<i>Вопросы для самопроверки</i> .....	129
<i>Литература</i> .....	129
<b>Глава 6. Государственные ценные бумаги</b> .....	<b>130</b>
6.1. Виды государственных облигаций.....	131
6.2. Участники рынка государственных облигаций. Инфраструктура рынка .....	146
6.3. Операции на рынке государственных облигаций.....	149
<i>Ключевые понятия и термины</i> .....	156
<i>Вопросы для самопроверки</i> .....	157
<i>Литература</i> .....	157
<b>Глава 7. Неэмиссионные ценные бумаги</b> .....	<b>158</b>
7.1. Вексель .....	159
7.2. Чек.....	180
7.3. Сберегательный и депозитный сертификаты.....	183
7.4. Простое и двойное складские свидетельства .....	189
7.5. Коносамент .....	191
7.6. Закладная .....	197
7.7. Инвестиционный пай .....	202
7.8. Ипотечный сертификат участия .....	207
<i>Ключевые понятия и термины</i> .....	216
<i>Вопросы для самопроверки</i> .....	217
<i>Литература</i> .....	217
<b>Глава 8. Права, варранты, депозитарные расписки</b> .....	<b>219</b>
8.1. Преимущественные права .....	220
8.2. Биржевые варранты .....	227
8.3. Депозитарные расписки.....	230
<i>Ключевые понятия и термины</i> .....	239
<i>Вопросы для самопроверки</i> .....	240
<i>Литература</i> .....	240
<b>Глава 9. Профессиональные участники рынка ценных бумаг</b> .....	<b>241</b>
9.1. Сущность и классификация профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг .....	241
9.2. Государственное регулирование профессиональной деятельности.....	246
9.3. Брокерская деятельность .....	249
9.4. Дилерская деятельность.....	255
9.5. Деятельность по управлению ценными бумагами.....	257
9.6. Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг .....	260

9.7. Депозитарная деятельность .....	264
<i>Ключевые понятия и термины</i> .....	268
<i>Вопросы для самопроверки</i> .....	269
<i>Литература</i> .....	269
<b>Глава 10. Производные финансовые инструменты .....</b>	<b>270</b>
10.1. Форвардные контракты .....	271
10.2. Фьючерсы .....	273
10.3. Свop-контракты .....	277
10.4. Опционные контракты .....	285
<i>Ключевые понятия и термины</i> .....	297
<i>Вопросы для самопроверки</i> .....	298
<i>Литература</i> .....	298
<b>Глава 11. Управление портфелем ценных бумаг .....</b>	<b>300</b>
11.1. Управление портфелем безрисковых активов .....	303
11.2. Управление портфелем рискованных активов (теория Г. Марковица) ..	314
11.3. Модели ценообразования на рынке акций .....	324
11.4. Временная структура инвестиций .....	331
11.5. Активное/пассивное управление и эффективность рынка .....	335
11.6. Оценка эффективности управления инвестициями .....	336
<i>Ключевые понятия и термины</i> .....	342
<i>Вопросы для самопроверки</i> .....	342
<i>Литература</i> .....	343
<b>Глава 12. Регулирование рынка ценных бумаг .....</b>	<b>344</b>
12.1. Система государственного регулирования рынка ценных бумаг ....	344
12.2. Регулирование деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг .....	348
12.3. Регулирование эмиссии ценных бумаг .....	352
12.4. Регулирование операций с ценными бумагами, совершаемых инвесторами .....	359
<i>Ключевые понятия и термины</i> .....	361
<i>Вопросы для самопроверки</i> .....	361
<i>Литература</i> .....	361
<b>Глава 13. Основы фундаментального анализа .....</b>	<b>363</b>
13.1. Сравнение технического и фундаментального анализа .....	363
13.2. Этапы фундаментального анализа .....	366
13.3. Макроэкономический анализ .....	368
13.4. Отраслевой анализ .....	383
13.5. Оценка справедливой стоимости компании .....	395
13.6. Прогнозы аналитиков .....	408
<i>Ключевые понятия и термины</i> .....	409
<i>Вопросы для самопроверки</i> .....	410
<i>Литература</i> .....	411
<b>Глава 14. Технический анализ на рынке ценных бумаг .....</b>	<b>412</b>
14.1. Введение в технический анализ .....	412

14.2. Шесть постулатов теории Доу.....	413
14.3. Понятие графика в техническом анализе .....	418
14.4. Графический анализ ценных бумаг .....	420
14.5. Математические методы анализа цен ценных бумаг .....	431
<i>Ключевые понятия и термины .....</i>	<i>475</i>
<i>Вопросы для самопроверки.....</i>	<i>476</i>
<i>Литература .....</i>	<i>476</i>
<b>Практикум.....</b>	<b>478</b>
<b>Ответы к тестам и заданиям практикума .....</b>	<b>503</b>

## **Авторский коллектив**

**Берзон Н. И.**, доктор экономических наук, профессор — Предисловие, главы: 1 «Рынок ценных бумаг в системе финансовых отношений», 2 «Секьюритизация финансовых рынков и финансовых активов», 3 «Виды ценных бумаг», 4 «Акции», 8 «Права, варранты, депозитарные расписки»;

**Касаткин Д. М.**, кандидат экономических наук, доцент — гл. 5 «Облигации»;

**Аршавский А. Ю.**, кандидат экономических наук, доцент — главы: 6 «Государственные ценные бумаги», 12 «Регулирование рынка ценных бумаг»;

**Меньшиков С. М.**, кандидат экономических наук, доцент — главы: 7 «Неэмиссионные ценные бумаги», 14 «Технический анализ на рынке ценных бумаг»;

**Галанова А. В.**, кандидат экономических наук, доцент — гл. 9 «Профессиональные участники рынка ценных бумаг»;

**Красильников А. С.**, кандидат экономических наук, доцент — гл. 10 «Производные финансовые инструменты»;

**Курочкин С. В.**, кандидат физико-математических наук, доцент — гл. 11 «Управление портфелем ценных бумаг»;

**Столяров А. И.**, кандидат экономических наук, доцент — гл. 13 «Основы фундаментального анализа».

## Принятые сокращения

### Ведомства и организации

**Банк России** — Центральный банк Российской Федерации

**Всемирный банк** — международная финансовая организация, созданная, как и МВФ, по итогам Бреттон-Вудской конференции 1944 г.

**МВФ** — Международный валютный фонд

**Минфин России** — Министерство финансов Российской Федерации

**ММВБ** — Московская межбанковская валютная биржа

**ПФ РФ** — Пенсионный фонд РФ

**Росимущество** — Федеральное агентство по управлению государственным имуществом

**РТС** — российская фондовая биржа, проводящая торги на рынке акций, а также производных финансовых инструментов

**ФКЦБ России** — Федеральная служба по рынку ценных бумаг Российской Федерации

**ФРС** — Федеральная резервная система США

**ФСФР России** — Федеральная служба по финансовым рынкам Российской Федерации

**FOREX** (*Foreign Exchange market*) — межбанковский валютный рынок

**NASDAQ** — Национальная ассоциация дилеров фондового рынка

### Документы

**ГК РФ** — Гражданский кодекс Российской Федерации: часть первая, утвержденная Федеральным законом от 30.11.1994 № 51-ФЗ; часть вторая, утвержденная Федеральным законом от 26.01.1996 № 14-ФЗ; часть третья, утвержденная Федеральным законом от 26.11.2001 № 146-ФЗ

**НК РФ** — Налоговый кодекс Российской Федерации: часть первая от 31.07.1998 № 146-ФЗ; часть вторая от 05.08.2000 № 117-ФЗ

**Закон «Об акционерных обществах»** — Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах»

**Закон «О рынке ценных бумаг»** — Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»

**Закон «О переводном и простом векселе»** — Федеральный закон от 11.03.1997 № 48-ФЗ «О переводном и простом векселе»

**Закон «Об ипотечных ценных бумагах»** — Федеральный закон от 11.11.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах»



## Прочие сокращения

**ПИФ** — паевой инвестиционный фонд

**РДР** — российские депозитарные расписки

**ABS** (*Asset-Backed Securities*) — облигации, обеспеченные пулом банковских активов

**ADR** (*American depositary receipt*) — американские депозитарные расписки, которые допущены к обращению на американском фондовом рынке

**GDR** (*Global depositary receipt*) — глобальные депозитарные расписки, операции с которыми могут осуществляться и в других стран

**LIBOR** (*London Interbank Offered Rate*) — усредненная ставка предложения кредитных ресурсов на Лондонском межбанковском рынке

**MBS** (*Mortgage-Backed Securities*) — облигации, обеспеченные ипотекой

**Service Agent** — агент по обслуживанию денежных средств

**SPV** (*Special Purpose Vehicle*) — спецюрлицо, осуществляющее выпуск облигаций, обеспеченных пулом банковских активов

## Предисловие

Рынок ценных бумаг является одним из наиболее интенсивно развивающихся сегментов российской экономики. Глобальные преобразования, происходящие в мире и в России, трансформируют финансовую систему, вовлекают в финансовый оборот новые институты, способствуют появлению новых финансовых инструментов, меняют подходы к регулированию рынков. В настоящее время как российские компании и регионы, так и само государство активно используют рынок ценных бумаг для привлечения финансовых ресурсов, обеспечивающих реализацию инвестиционных проектов. При этом более половины долгосрочного заемного капитала компании привлекают на финансовом рынке путем эмиссии ценных бумаг.

Рынок ценных бумаг оказался востребованным со стороны как финансовых институтов, так и частных инвесторов, которые используют его для инвестирования временно свободных денежных средств с целью получения дохода на вложенный капитал. Данный процесс способствовал возрождению российского фондового рынка, который является одним из крупнейших среди развивающихся рынков.

С целью подготовки квалифицированных специалистов для работы на финансовых рынках в ведущих учебных заведениях страны была введена подготовка специалистов по ценным бумагам и биржам. Высшая школа экономики стала одним из первых вузов, начавших целенаправленное обучение студентов по данному направлению. В 1993 г. была открыта первая магистерская программа, посвященная изучению рынка ценных бумаг. В настоящее время ведется подготовка специалистов по трем магистерским программам — «Финансовые рынки и финансовые институты», «Фондовый рынок и инвестиции» и «Финансы».

Финансовый рынок очень подвижен и претерпевает существенные изменения. Среди наиболее заметных событий последнего времени, характеризующих развитие мирового финансового рынка и российского рынка в частности, следует отметить:

— серию финансовых кризисов, которые потрясли мировое финансовое сообщество и заставили инвесторов более здраво оценивать риски инвестирования;

— глобализацию финансовых рынков, которая стирает грани между национальными рынками и способствует интеграции российского фондового рынка в мировую финансовую систему;

- интенсивное развитие процессов секьюритизации финансовых рынков и активов;
- развитие финансовой инженерии и появление новых финансовых инструментов.

Это требует постоянной корректировки учебных курсов, изменения методики подачи материалов, введения в курс новых тем и разделов. Коллектив авторов подготовил данный учебник на основе курсов лекций, прочитанных в НИУ ВШЭ, с учетом новых тенденций развития финансовых рынков и современных требований к подготовке специалистов для работы на рынке ценных бумаг.

В новом издании актуализированы и более подробно освещены вопросы, связанные с развитием новых финансовых инструментов. В связи с созданием в России мегарегулятора в лице Банка России кардинальные изменения претерпели главы, посвященные регулированию фондового рынка и деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Особенностью данного издания является то, что в конце учебника представлен практикум с задачами и тестами по соответствующим темам курса.

После изучения данного курса студент должен обладать следующими компетенциями:

#### **знать**

- что такое рынок ценных бумаг, его роль и значение в системе рыночных отношений;
- причины, обусловившие бурное развитие процессов секьюритизации финансовых рынков и финансовых активов;
- основные свойства ценных бумаг, их виды и разновидности;
- какими правами обладают акционеры, владеющие обыкновенными и привилегированными акциями;
- свойства облигаций, их основные виды, факторы, влияющие на цену облигаций;
- механизм функционирования простых и переводных векселей, систему взаимоотношений между участниками вексельного оборота;
- цели эмиссии депозитарных расписок, типы депозитарных расписок, их характеристики и условия обращения;
- сущность и значение профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- формы государственного регулирования профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- виды и функции производных финансовых инструментов, механизм действия форвардов, фьючерсов и опционов;
- показатели, индикаторы и осцилляторы, используемые при проведении технического анализа;

#### **уметь**

- объяснять, кто являются поставщиками и потребителями финансовых ресурсов;

- различать прямое и косвенное инвестирование;
- раскрывать финансовые взаимоотношения между инвесторами и эмитентами;
- раскрывать сущность процессов секьюритизации;
- проводить классификацию ценных бумаг;
- исчислять доходность по операциям с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами;
- определять цену акций, облигаций и других видов ценных бумаг;
- объяснять права и ответственность участников вексельных операций;
- раскрывать права владельцев депозитарных расписок;
- устанавливать соответствие между заявленными целями инвестирования и адекватными им стратегиями управления портфелем;
- применять различные методы технического анализа для определения наступающего перелома тенденции или ее продолжения;

***владеть***

- понятийным аппаратом в области финансовых рынков и ценных бумаг;
- методологией классификации рынка ценных бумаг;
- методикой определения дивидендной и полной доходности по акциям;
- навыками определения стоимости акций и облигаций;
- методологией построения кривой процентных ставок;
- методами хеджирования рисков при помощи производных финансовых инструментов;
- методами формирования оптимального инвестиционного портфеля и оценки его эффективности;
- методами проведения фундаментального и технического анализа ценных бумаг.

# Глава 1

## РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ В СИСТЕМЕ ФИНАНСОВЫХ ОТНОШЕНИЙ

---

Изучив материал данной главы, студент должен:

**знать**

— определение и структуру финансовой системы и ее основных компонентов;

— что такое финансовый рынок и какова его структура;

— функции финансовых посредников;

— роль и значение рынка ценных бумаг в системе рыночных отношений;

— принципы классификации рынка ценных бумаг;

— функции первичного и вторичного рынка ценных бумаг;

**уметь**

— характеризовать поставщиков и потребителей финансовых ресурсов;

— различать прямое и косвенное инвестирование;

— проводить классификацию акций в зависимости от уровня ликвидности;

— анализировать финансовые взаимоотношения между инвесторами и эмитентами;

— характеризовать движение денежных средств от инвесторов к предприятиям;

**владеть**

— понятийным аппаратом в области финансовых рынков;

— методологией классификации рынка ценных бумаг.

---

В данной главе рассмотрены вопросы организации рынка ценных бумаг как части финансового рынка. Дается общая характеристика финансовой системы, раскрываются роль и значение финансового рынка в перераспределении финансовых потоков. Далее вводятся понятие рынка ценных бумаг и его классификация:

1) по видам обращающихся финансовых инструментов;

2) стадиям выпуска и обращения ценных бумаг;

3) организации торговли ценными бумагами;

4) степени привлекательности эмитентов, акции которых обращаются на финансовых рынках.

## 1.1. Финансовая система

В условиях рыночной экономики перераспределение финансовых ресурсов между сберегателями, имеющими временно свободные средства, и пользователями, испытывающими недостаток в финансовых средствах, обеспечивается при помощи эффективно функционирующей финансовой системы.

---

*Финансовая система* — это совокупность рынков, институтов и инструментов, которые используются для совершения финансовых операций.

---

Структура и элементы финансовой системы представлены на рис. 1.1.

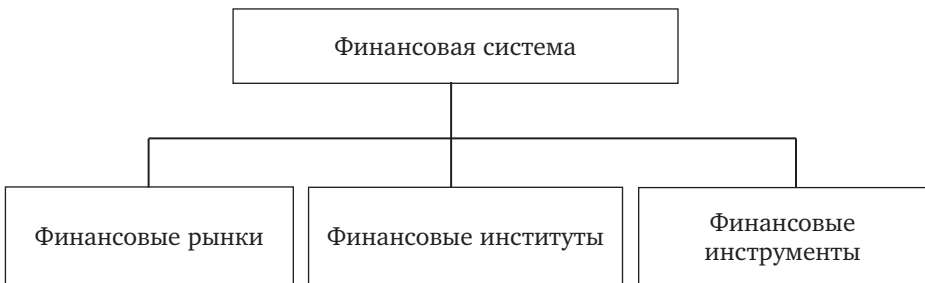


Рис. 1.1. Структура и элементы финансовой системы

Движение денежных средств от одного лица к другому осуществляется на *финансовых рынках*.

Финансовый рынок представляет собой систему экономических отношений, возникающих между участниками рынка по поводу предоставления сберегателями временно свободных денежных средств пользователям за плату. Таким образом, товаром на финансовом рынке являются денежные средства, которые одни участники рынка продают другим за определенную плату. В качестве платы выступают проценты, которые выплачиваются по заемным средствам, и дивиденды, которые выплачиваются по акциям.

В определенных секторах экономики возникает избыток финансовых средств, в других — недостаток, поэтому идет перелив капитала из одного сектора в другой. Можно сказать, что *финансовый рынок является кровеносной системой экономики*, по его каналам течет не кровь, а денежные средства.

Перемещение денежных средств от продавца к покупателю на финансовых рынках обеспечивается при помощи *финансовых институтов*, которые или сами покупают денежные средства, или являются посредниками при осуществлении сделки. К финансовым институтам относятся: банки, инвестиционные фонды, страховые компании, брокерские компании и другие организации, оказывающие финансовые

услуги. Без этих финансовых институтов рынок не мог бы нормально функционировать.

*Финансовые инструменты* обеспечивают проведение конкретной операции по перемещению денежных средств. Каждая сделка, связанная с привлечением денежных средств физическим лицом или предприятием, осуществляется с применением конкретного финансового инструмента. Например, человек хочет разместить свободные денежные средства на финансовом рынке, чтобы получить соответствующий доход. Он может использовать очень популярный среди населения финансовый инструмент — банковский депозит, по которому банк гарантирует (через определенный срок) возврат вложенных средств и выплату процентов. Недостаток этого финансового инструмента заключается в том, что доходность по депозиту низкая и в большинстве случаев она не перекрывает имеющуюся в России инфляцию. Для того чтобы получить более высокую доходность, можно использовать другие финансовые инструменты, в частности купить акции, облигации или паи инвестиционного фонда.

На рис. 1.2 показана схема движения финансовых потоков в экономике, которые идут от инвесторов к структурам, испытывающим недостаток денежных средств.

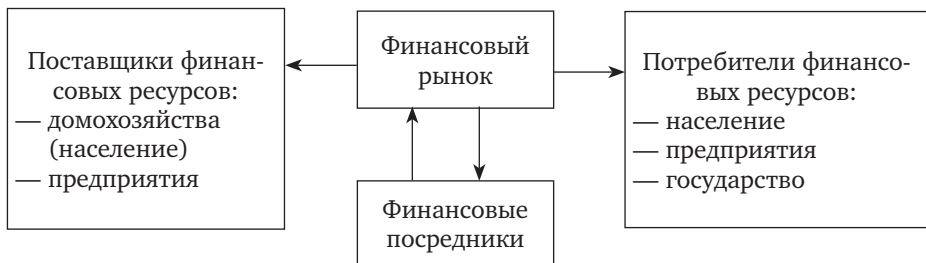


Рис. 1.2. **Финансовые потоки в экономике**

Основными поставщиками денежных средств на финансовый рынок являются две группы: население и компании (предприятия, организации), у которых имеются свободные денежные средства. Потребители денежных средств — структуры, которые испытывают их недостаток, это могут быть и население, и предприятия, и государство. По экономической системе в целом домохозяйства являются чистыми кредиторами, так как население больше сберегает, чем тратит. По коммерческому сектору, куда попадают предприятия и организации, занимающиеся бизнесом, в большинстве случаев наблюдается примерное равновесие. Есть компании, располагающие свободными денежными средствами, и есть другие категории предприятий, которые нуждаются в деньгах. Поэтому между ними происходит процесс перемещения денежных средств.

Особое место на финансовом рынке занимает государство. В подавляющем большинстве стран государства являются крупнейшими

заемщиками. Как правило, налоговых поступлений не хватает, чтобы покрыть все государственные расходы, что приводит к дефициту бюджета. Для покрытия дефицита бюджета правительства прибегают к заимствованиям на финансовом рынке, применяя различные способы привлечения денежных средств.

Но каким образом инвестор найдет потребителя финансовых ресурсов, чтобы предоставить ему средства? Для решения этой задачи на финансовом рынке существуют специализированные организации, которые обслуживают движение финансовых потоков и обеспечивают наиболее эффективное движение денежных средств от инвесторов к потребителям этих средств. Эти организации называют финансовыми посредниками. К финансовым посредникам относятся банки, инвестиционные компании и фонды, страховые компании, пенсионные фонды и другие структуры, которые привлекают денежные средства, чтобы потом разместить их на финансовом рынке.

*Финансовые посредники* — это организации, которые аккумулируют средства инвесторов и предоставляют их населению и компаниям, нуждающимся в денежных средствах. Классическим финансовым посредником является **банк**, который, с одной стороны, привлекает финансовые ресурсы в виде депозитных вкладов, а с другой стороны, предоставляет полученные средства предприятиям и населению в виде кредитов.

Необходимость финансовых посредников обусловлена тем, что прямая работа предприятия с большим количеством мелких инвесторов является в большинстве случаев неэффективной. Кроме того, имеются существенные различия в интересах инвесторов и компаний, которые они самостоятельно устранить не могут. Но если эти противоречия не устранить, то движения средств от инвесторов в сторону компаний просто не будет.

В чем же расходятся интересы инвесторов и компаний?

Во-первых, компаниям для реализации инвестиционных проектов требуются финансовые ресурсы в больших размерах и на длительный срок. Частные инвесторы, как правило, владеют небольшими суммами, которые они не готовы инвестировать надолго, предпочитая краткосрочные вложения.

Во-вторых, хотя предполагается, что инвестиционные проекты в будущем принесут высокий доход, они содержат в себе и определенные риски, т. е. вероятность неполучения ожидаемого результата. Любой инвестиционный проект содержит в себе элементы риска. Нередки случаи, когда проект оказывается неэффективным, и от него приходится отказываться, неся финансовые потери. Частные инвесторы не хотят рисковать своими сбережениями, они хотят гарантированно получить в будущем вложенную сумму с причитающимися процентами.

Таким образом, налицо расхождение интересов компаний и инвесторов, о чем свидетельствуют данные табл. 1.1.



**Расхождение интересов компаний и инвесторов**

<b>Интересы и возможности компаний</b>	<b>Интересы и возможности инвесторов</b>
Получение финансовых ресурсов в больших объемах	Инвестирование сбережений, которые невелики по размеру
Предоставлении ресурсов на длительный срок	Возврат средств в удобное для них время
Инвестирование полученных средств в проекты, сопряженные с риском	Гарантии возврата инвестированных средств
Хорошее знание проектов, возможность оценить доходы и риски проектов	Слабое представление о возможных доходах и рисках проектов

Как видим, при таком противоречии интересов инвесторы никогда не предоставят деньги компании. Снять противоречия, существующие между инвесторами и компаниями, призваны финансовые посредники, в частности банки.

*Выступая в качестве финансового посредника, банк выполняет следующие функции:*

1) привлекает на депозитные вклады мелкие суммы многочисленных вкладчиков, в результате чего банк становится обладателем значительных по объемам финансовых ресурсов. Следствием этого является преобразование мелких сумм в крупные инвестиционные ресурсы, которые представляют интерес для предприятий;

2) преобразует краткосрочные сбережения в долгосрочные. Это обеспечивается тем, что краткосрочные депозиты объединяются вместе, образуя пул депозитов, который постоянно воспроизводится. Инвесторы, у которых закончился срок депозитных вкладов, забирают свои средства, но им на смену приходят новые вкладчики. Поэтому постоянное замещение выбывающих средств новыми поступлениями превращает краткосрочные вклады в постоянную сумму, которая находится в банке. В результате этого банк может выдавать долгосрочные кредиты, сроки которых значительно превышают средний срок депозитных вкладов;

3) выдавая предприятиям кредиты, банки тщательно анализируют инвестиционные проекты, оценивают риски и ожидаемую доходность по каждому проекту, и только убедившись, что риски минимальны, кредитуют компании. Для того чтобы застраховать себя от невозврата кредита, банки требуют от заемщика залога имущества или поручительства третьих лиц по обязательствам компании. Таким образом снимаются риски неудачи инвестиционных проектов для инвесторов, и банк гарантирует им возврат вкладов с определенными процентами.

За выполнение функций трансформации сбережений вкладчиков в инвестиционные для компании ресурсы банки получают вознаграж-

дение в виде разницы между стоимостью привлеченных ресурсов и доходностью по кредитам. Разница в процентных ставках по вкладам и по кредитам называется банковской *маржой*. Отношения, которые складываются между банками, инвесторами и заемщиками, представлены на рис. 1.3 (размеры процентных ставок указаны условно).

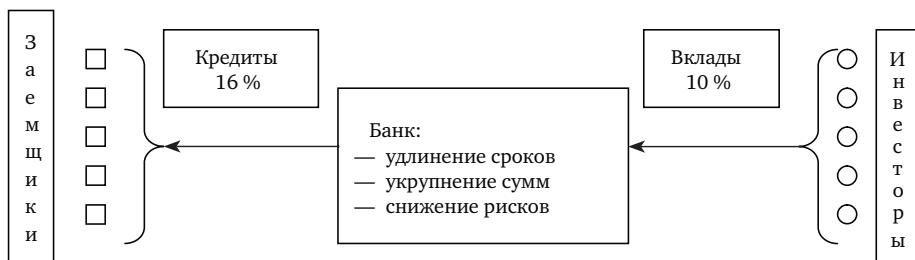


Рис. 1.3. Движение финансовых потоков от инвесторов к заемщикам

Тип посредничества, который заключается в привлечении средств на депозитные вклады и выдаче кредитов компаниям, называется депозитно-сберегательным. А организации, которые такие услуги оказывают, называют посредниками депозитно-сберегательного типа.

Наряду с банками существуют посредники, которые специализируются на оказании услуг предприятиям и организациям по привлечению финансовых ресурсов путем эмиссии ценных бумаг.

## 1.2. Понятие рынка ценных бумаг

*Финансовый рынок* любой страны состоит из денежного рынка и рынка капиталов. Разделение финансового рынка на две части определяется особым характером обращения финансовых ресурсов, обслуживающих оборотный и основной капитал. На *денежном рынке* обращаются средства, которые обеспечивают движение краткосрочных ссуд (до одного года). Предназначение денежного рынка — это обслуживание потребностей компаний в оборотном капитале. На *рынке капиталов* осуществляется движение долгосрочных накоплений со сроком более одного года. Рынок капиталов обеспечивает привлечение в компанию финансовых ресурсов для реализации инвестиционных проектов, модернизации и обновления производственного аппарата, нового строительства и расширения действующего производства.

*Рынок ценных бумаг* обслуживает как денежный рынок, так и рынок капиталов. Следует подчеркнуть, что ценные бумаги обслуживают только часть движения финансовых ресурсов. Помимо ценных бумаг имеют место прямые банковские ссуды, внутрифирменные кредиты и др. На рис. 1.4 представлены структура финансового рынка и место, которое занимает на нем рынок ценных бумаг.

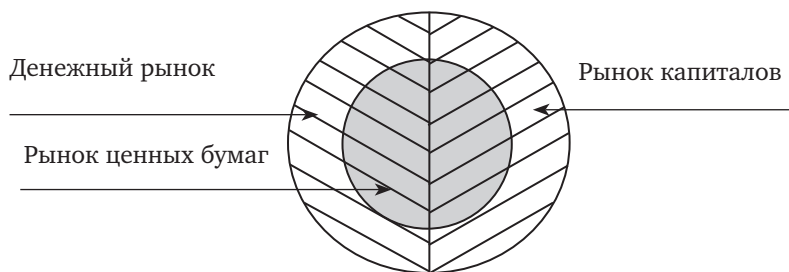


Рис. 1.4. Место рынка ценных бумаг на финансовом рынке

На рис. 1.4 финансовый рынок представлен площадью большого круга, который разделен на две части: рынок капиталов и денежный рынок. Внутри финансового рынка функционирует фондовый рынок (на рисунке это малый круг), который является частью денежного рынка и рынка капиталов.

В экономической науке и практике термин «фондовый рынок» используется как синоним рынка ценных бумаг. В дальнейшем мы будем применять оба эти термина как равнозначные.

Рынок ценных бумаг — это рынок, на котором торгуют специфическим товаром — ценными бумагами. Сами по себе эти бумаги практически ничего не стоят, однако они являются титулами собственности, за ними стоят реальные активы, которые в основном и определяют стоимость конкретных ценных бумаг.

Движение средств может быть опосредовано через финансовые институты, а может осуществляться напрямую, от инвестора к потребителю финансовых ресурсов. В связи с этим различают прямое и косвенное инвестирование (рис. 1.5).

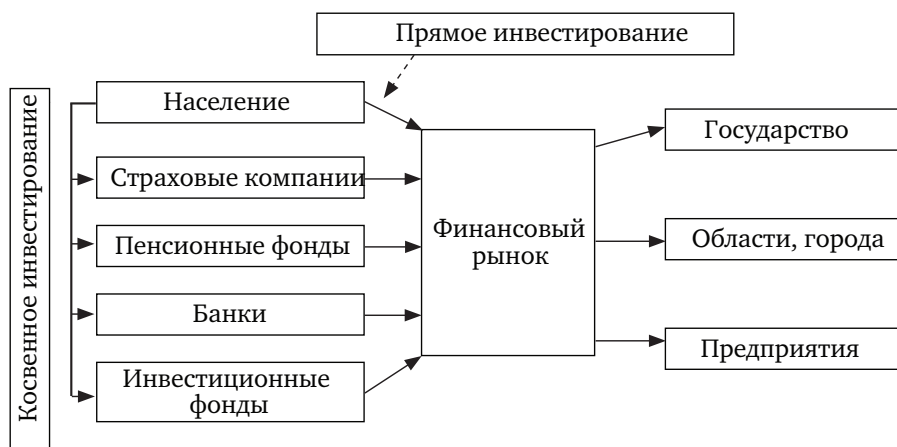


Рис. 1.5. Прямое и косвенное инвестирование

Обычно считается, что финансовые посредники способствуют более эффективному движению капитала. Однако данное утверждение неод-

нозначно. Иногда посредники увеличивают затраты, связанные с привлечением капитала. Если у заемщика имеется возможность напрямую обратиться к заимодавцу, избежав посредничества, то это удешевляет стоимость привлекаемых ресурсов. Этому же способствует *секьюритизация* финансовых рынков (об этом читайте в гл. 2).

Роль и значение рынка ценных бумаг в системе рыночных отношений определяются следующими факторами:

- 1) привлечение свободных средств в виде инвестиций для развития производства;
- 2) обеспечение перелива капитала из депрессивных отраслей в быстро прогрессирующие;
- 3) привлечение средств для покрытия дефицита федерального и местного бюджетов;
- 4) возможность оценить состояние экономики по индикаторам фондового рынка;
- 5) влияние на изменение темпов инфляции.

Рынок ценных бумаг, как и любой другой рынок, представляет собой сложную организационно-правовую систему с определенной технологией проведения операций. Схематично организацию рынка ценных бумаг можно представить в виде следующих взаимосвязанных элементов (рис. 1.6).



Рис. 1.6. Структура рынка ценных бумаг

В настоящее время в России сформирован полноценный рынок ценных бумаг, который является важнейшим механизмом, обеспечивающим эффективное функционирование всей экономики. С учетом особого характера деятельности на рынке ценных бумаг во всех странах введена жесткая система допуска организаций к работе на этом рынке. Для того чтобы осуществлять профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг, организация должна получить лицензию на право работы с ценными бумагами.

Лицензирование деятельности на фондовом рынке в России осуществляется с 1992 г. Первоначально эта функция была возложена на Минфин России, который осуществлял лицензирование деятельности инвестиционных институтов, работавших на фондовом рынке в качестве:

- 1) посредника (финансового брокера);
- 2) инвестиционного консультанта;

- 3) инвестиционной компании;
- 4) инвестиционного фонда.

Одновременно Минфин России осуществлял лицензирование деятельности фондовых бирж и фондовых отделов товарных бирж. По мере развития фондового рынка и расширения масштабов его деятельности возникла необходимость в специальном государственном органе, который бы осуществлял функции регулирования фондового рынка. В ноябре 1994 г. была создана Федеральная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ (ФКЦБ России), которая обладала широкими полномочиями по регулированию фондового рынка и лицензированию деятельности на нем. Впоследствии ФКЦБ России была преобразована в Федеральную службу по финансовым рынкам (ФСФР России), которая осуществляла лицензирование следующих видов деятельности:

- брокерской и дилерской;
- по доверительному управлению ценными бумагами;
- специализированных регистраторов, осуществляющих ведение реестров акционеров;
- депозитарной;
- клиринговой;
- по организации торговли ценными бумагами;
- управляющих компаний паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов.

В настоящее время функции ФСФР переданы Банку России, который является мегарегулятором на финансовом рынке (подробно о регулировании финансового рынка читайте в гл. 12).

### **1.3. Классификация рынка ценных бумаг**

Рынок ценных бумаг можно классифицировать по различным признакам. Ниже мы охарактеризуем четыре основные классификационные категории.

**I. По стадиям выпуска и обращения ценных бумаг** различают первичный и вторичный рынок (рис. 1.7).

*Первичный рынок* — это рынок, на котором предприятие продает ценные бумаги первым владельцам (этот вид деятельности называется размещением ценных бумаг). За счет этого предприятие привлекает финансовые ресурсы для целей своего развития.

*Вторичный рынок* — это рынок, на котором происходит обращение ценных бумаг, т. е. инвесторы продают ценные бумаги друг другу. На вторичном рынке происходит не аккумуляция денежных средств для предприятий, а перераспределение средств между инвесторами. Очень часто финансовые менеджеры считают, что для компании первостепенное значение имеет первичный рынок, так как только на нем компания получает денежные средства, обеспечивающие реализацию

инвестиционных проектов, а вторичный рынок имеет второстепенное значение. Недооценка роли и значения вторичного рынка ценных бумаг конкретного эмитента приводит к тому, что этой компании будет сложно провести новую эмиссию акций. Если отсутствует вторичный рынок или этот рынок является низколиквидным, то инвесторы с большой осторожностью будут относиться к приобретению акций новой эмиссии таких компаний, так как продать их потом будет невозможно, или продажа будет осуществлена с большим дисконтом. Как это ни парадоксально звучит, но если не будет вторичного рынка, то не будет и первичного.

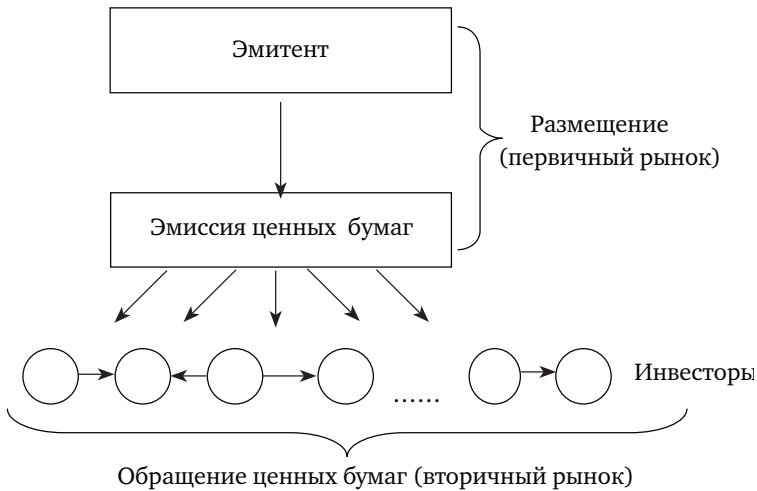


Рис. 1.7. Выпуск и обращение ценных бумаг

Роль и значение вторичного рынка для предприятия определяются следующими основными факторами:

- во-первых, на вторичном рынке формируется цена акций, что определяет рыночную капитализацию компании;

- во-вторых, если компания развивается успешно и представляет интерес для инвесторов, то цена акций растет. Следовательно, последующие выпуски ценных бумаг эмитент будет размещать по более высоким ценам, что обеспечивает привлечение большего объема денежных средств при меньшем количестве вновь выпускаемых акций;

- в-третьих, наличие ликвидного вторичного рынка позволяет компании провести более удачное размещение акций новой эмиссии и продать акции по более высокой цене.

II. По организации торговли ценными бумагами различают биржевой и внебиржевой рынки (рис. 1.8).

*Биржевой рынок* — это организованный рынок ценных бумаг, на котором операции по купле-продаже ценных бумаг осуществляются на бирже в строгом соответствии с установленными правилами. На биржевом рынке ведется торговля ценными бумагами наиболее на-

дежных эмитентов, которые допускаются на биржу только после прохождения определенной процедуры отбора. За деятельностью эмитентов осуществляется постоянный контроль со стороны биржи. Биржевая торговля проводится в специально оборудованном помещении (бирже) по строгому графику в течение биржевых (торговых) сессий и по установленным биржей жестким правилам, которые обязательны для исполнения участниками торгов.

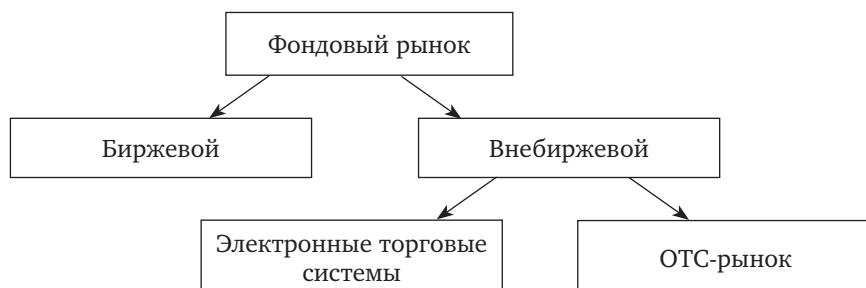


Рис. 1.8. Классификация рынка по организации торговли ценными бумагами

*Внебиржевой рынок* — это рынок, на котором операции купли-продажи ценных бумаг совершаются вне биржи. В зависимости от наличия установленных правил торговли различают организованный и неорганизованный внебиржевые рынки.

*Организованный внебиржевой рынок* — это рынок, основанный на современных компьютерных системах связи, которые обеспечивают совершение операций по купле-продаже ценных бумаг по жестко формализованным нормам, обязательным для участников данного рынка.

Организованный внебиржевой рынок развивается под влиянием двух противоположных факторов. С одной стороны, его возникновению способствовало стремление участников фондового рынка создать систему, являющуюся альтернативой биржевой торговле, так как многие компании были не удовлетворены правилами работы биржи, обуславливающими высокие комиссионные платежи, жесткие ограничения по допуску на биржу ценных бумаг, монопольное положение членов биржи и т. д. Поэтому параллельно биржевому рынку в странах с развитым фондовым рынком начали создаваться внебиржевые организованные рынки ценных бумаг. С другой стороны, формированию внебиржевого рынка способствовали сами фондовые биржи, которые начали создавать альтернативные торговые площадки.

*Неорганизованный (ОТС market (over-the-counter market)) рынок* — это всегда внебиржевой рынок, который характеризуется отсутствием строгих правил совершения операций с ценными бумагами, высокой степенью риска.

III. По принципу возвратности денежных средств инвестору различают рынок долговых финансовых инструментов и рынок прав собственности (рынок долевых ценных бумаг).

На *рынке долговых финансовых инструментов* обращаются временно свободные финансовые ресурсы, т. е. предприятия получают денежные средства на определенный срок, по истечении которого они подлежат возврату. Долговой финансовый рынок представлен рынком облигаций и векселей. Детально вопросы, связанные с облигациями и векселями, будут освещены в последующих главах.

На *рынке прав собственности* обращаются долевые ценные бумаги, которые представлены различными видами акций, выпускаемых акционерными компаниями (корпорациями). Термин «долевая ценная бумага» означает, что капитал компании поделен на определенные доли, каждая из которых соответствует одной акции. Покупая акцию, инвестор приобретает одну долю в капитале компании и становится акционером — совладельцем компании наряду с другими акционерами. Деньги, уплаченные за акции, становятся собственностью компании, которая не обязана их возвращать инвесторам. Эти средства используются для развития компании, приобретения машин, оборудования и т. п., а акционеры как собственники получают права на участие в управлении компанией и на получение части прибыли в виде дивидендов. Подробно механизм действия акций будет рассмотрен далее.

На фондовом рынке представлены акции самых различных компаний: крупных, средних, небольших, известных и малоизвестных.

**IV. В зависимости от размера и известности компаний**, а также количества находящихся в свободном обращении акций и уровня их ликвидности на фондовом рынке выделяют несколько групп предприятий. Эти группы принято называть эшелонами.

Акции компаний *первого эшелона* получили название «голубые фишки». К ним относятся крупные известные стабильно работающие компании. В России эти компании знает даже рядовой обыватель, далекий от рынка ценных бумаг. Достаточно назвать только некоторые из них: «Газпром», «Сбербанк», «Роснефть», «ЛУКОЙЛ», ГК «Норильский никель» и др. Название «голубые фишки» происходит от американских казино, где самые дорогие фишки были голубого цвета. Действительно, акции компаний первого эшелона ценятся на рынке очень дорого, но они того и стоят. Акции данных компаний являются низкорисковыми и высоколиквидными.

Низкий риск в деятельности данных компаний обусловлен тем, что они производят продукцию и оказывают услуги, которые жизненно необходимы. Возьмем, например, компанию «Газпром» — громадный холдинг, объединяющий предприятия по добыче, транспортировке и переработке газа. Газ является основным видом топлива, которое используется как в домашнем хозяйстве, так и на промышленных предприятиях. На сегодняшний день без газа не может существовать ни одна страна. Поэтому продукция «Газпрома» является востребованной как в России, так и за рубежом. Что бы ни происходило в мире — войны, революции, природные катаклизмы, — домохозяйства и предприятия газ потребляли и будут потреблять. А следовательно, они будут



оплачивать продукцию «Газпрома», в результате чего денежные потоки стабильно идут в компанию, что обеспечивает ее развитие. В этой связи можно уверенно утверждать, что «Газпром» обладает такими ресурсами, которые востребованы рынком, так что компания вряд ли в обозримом будущем станет банкротом и прекратит свое существование. Поэтому акции «голубых фишек» считаются надежными инвестициями. Безусловно, цены акций будут колебаться, расти, снижаться, но они всегда будут иметь какую-то стоимость. Поэтому полностью потерять свои инвестиции на компаниях первого эшелона практически невозможно.

Термин «ликвидность» означает, что акции компаний первого эшелона можно легко купить и продать. Ликвидность обеспечивается за счет следующих факторов:

1) на рынке в обращении находится достаточно большое количество акций, а чем больше акций находится в свободном обращении, тем легче их купить и продать;

2) на рынке присутствует большое количество продавцов и покупателей. Акции «голубых фишек» весьма привлекательны для инвесторов, поэтому они пользуются повышенным спросом, и сделки купли-продажи с этими акциями совершаются регулярно;

3) разница между ценой покупки и ценой продажи составляет небольшую величину. В результате этого *спред*, т. е. разница между ценой покупки и продажи, является минимальным. Например, по акциям «Сбербанка» цена в заявке на покупку указана в размере 192,35 руб., а в заявке на продажу — 192,39 руб. Таким образом, разница в ценах составляет всего 4 коп. Вы понимаете, что кто-нибудь из участников рынка — или продавец, или покупатель — уступит, и сделка состоится.

Данные акции используются для проведения спекулятивных операций за счет колебаний цены акций около ее среднего значения. В течение одного дня разница между максимальным и минимальным значением цены в условиях стабильного развития рынка составляет 1,5—2 %, а в моменты нестабильности достигает 5—7 %. Такой разброс цен создает условия для спекулятивной игры и извлечения прибыли на кратко- и среднесрочных колебаниях.

Например, 14 декабря 2018 г. на бирже минимальная цена акций МТС составляла 229,1 руб., а максимальная — 235,65 руб. Таким образом, *спред* по акциям составил 6,55 руб., или 2,9 %. Если инвестор грамотно проводит операции, то он получает очень высокую доходность на изменениях цены акций. В принципе, ничего сложного в этом нет. Главная проблема для человека, который инвестирует средства на фондовом рынке, — это время, необходимое для постоянного наблюдения за происходящими на финансовом рынке процессами, проведения анализа финансового состояния компании, оценки перспектив ее развития и ее конкурентных преимуществ.

Отдельную группу составляют компании средней капитализации, которые образуют второй эшелон. Это хорошие, но менее известные

компаний, количество находящихся в обращении акций этих компаний меньше, чем у «голубых фишек», интересуется этими акциями меньшее число инвесторов. Поэтому сделки по приобретению и продаже данных акций проходят с меньшей активностью. Если по таким «голубым фишкам», как «Сбербанк», дневной оборот торгов на Московской бирже в декабре 2018 г. составлял 12—13 млрд руб., то по акциям компаний второго эшелона (например, таким как «Аэрофлот», «Северсталь», «Русгидро», «Сургутнефтегаз») — 200—400 млн руб.

Привлекательность данного сегмента рынка обусловлена тем, что у этих акций есть существенный потенциал роста.

К компаниям третьего эшелона относятся средние и мелкие предприятия, которых называют компаниями малой капитализации. Эти компании сравнительно недавно вышли на рынок, количество их акций, находящихся в свободной торговле, невелико. Такие акции являются низколиквидными. Спред по данным акциям составляет 10—30 %, в течение дня по ним совершается 3—7 сделок, а в отдельные дни сделок вообще не бывает. Эти акции очень сложно продать.

Чем же привлекают инвесторов данные акции? Привлекательность данных акций заключается в том, что они существенно недооценены, а значит, у них есть значительный потенциал роста. Однако инвестору, который решил приобрести данные акции, придется набраться терпения. Цены на акции в течение года-двух могут находиться на одном уровне, а потом вдруг взлететь. Не у каждого инвестора хватает выдержки и терпения смотреть на то, как рынок в целом растет, а приобретенные им акции третьего эшелона стоят на месте. Не выдержав такого «безобразия», он продает акции, но бывает, что через два-три месяца после продажи цены, как правило, резко растут. Поэтому для инвестора, приобретающего низколиквидные акции, очень важны психологическая устойчивость и уверенность в том, что выбор сделан правильно.

Выбрать недооцененные акции среди громадного числа обращающихся на рынке ценных бумаг инвестору помогает фундаментальный анализ. В процессе анализа изучается финансовое состояние компании, проверяются денежные потоки компании, оцениваются перспективы развития данного бизнеса и конечном счете определяется, сколько должна стоить одна акция. Если текущие рыночные цены акций существенно ниже, чем расчетная цена, то принимается решение о приобретении акций. Методика проведения фундаментального анализа раскрывается в последующих главах.

Таким образом, рынок ценных бумаг возникает тогда, когда появляется необходимость привлечения дополнительных финансовых ресурсов для предприятия, корпорации, государства и есть юридические и физические лица, обладающие свободными денежными средствами. Именно на рынке ценных бумаг находят друг друга продавцы и покупатели финансовых средств.

## Ключевые понятия и термины

- финансовая система;
- финансовые посредники;
- финансовые институты и финансовые инструменты;
- фондовый рынок;
- ценные бумаги;
- инвесторы;
- эмитенты;
- эмиссия ценных бумаг;
- денежный рынок;
- рынок капиталов;
- первичный и вторичный рынок;
- биржевой и внебиржевой рынки;
- долговой рынок;
- рынок прав собственности.

## Вопросы для самопроверки

1. Какие функции выполняет рынок ценных бумаг?
2. Какова роль финансовых посредников на финансовом рынке?
3. Какие структуры являются основными поставщиками финансовых ресурсов на финансовый рынок?
4. В чем отличие первичного рынка от вторичного?
5. Какие виды торговли ценными бумагами относятся к организованным рынкам?

## Литература

1. Браун, Д. Все о стратегиях инвестирования на фондовом рынке : пер. с англ. / Д. Браун. — М. : Манн, Иванов и Фербер, 2013. — Гл. 1.
2. Виноградов, Д. В. Финансово-денежная экономика / Д. В. Виноградов, М. Е. Дорошенко. — М. : ИД ГУ — ВШЭ, 2009. — Гл. 1—3.
3. Рынок ценных бумаг: теория и практика / под ред. В. А. Галанова. — М. : Финансы и статистика, 2008. — Гл. 14, 15.
4. Фабоцци, Ф. Управление инвестициями : пер. с англ. / Ф. Фабоцци. — М. : ИНФРА-М, 2000. — Гл. 1, 2.
5. Шарп, У. Инвестиции : пер. с англ. / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли. — М. : ИНФРА-М, 2014. — Гл. 1, 3.
6. Шиллер, Р. Иррациональный оптимизм : пер. с англ. / Р. Шиллер. — М. : Альпина Паблшер, 2013. — Гл. 1.

## Глава 2

# СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ И ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ

---

Изучив материал данной главы, студент должен:

**знать**

- что такое секьюритизация финансовых рынков и финансовых активов;
- причины, обусловившие бурное развитие процессов секьюритизации;
- роль и значение секьюритизации в развитии рынка ценных бумаг;
- функции, которые выполняют участники сделок по секьюритизации;
- преимущества облигационных займов по сравнению с банковским кредитованием;

**уметь**

- анализировать сущность процесса секьюритизации;
- объяснять целесообразность проведения секьюритизации при долговом финансировании корпораций;
- сформулировать ограничения, связанные с эмиссией облигаций;
- раскрывать механизм секьюритизации финансовых активов;
- давать характеристику каждому участнику процесса секьюритизации финансовых активов;

**владеть**

- терминологией секьюритизации финансовых рынков и финансовых активов;
  - методологией проведения сделок по секьюритизации финансовых активов.
- 

Термин «*секьюритизация*» («*securitization*») получил широкое распространение на международных финансовых рынках в 1980-х гг. Этот термин подчеркивает значимость процессов замещения традиционных финансовых операций в виде банковских кредитов новыми финансовыми инструментами, обеспечивающими привлечение финансовых ресурсов путем эмиссии ценных бумаг.

Процесс секьюритизации охватывает разнообразные сферы деятельности. В настоящее время секьюритизацию рассматривают в двух аспектах: секьюритизация финансовых рынков и финансовых активов.

Под секьюритизацией финансовых рынков понимают постепенное замещение классического банковского кредитования финансированием, основанным на выпуске ценных бумаг.

Под секьюритизацией финансовых активов понимают инновационную технику финансирования, основанную на трансформации неликвидных активов в высоколиквидные ценные бумаги.

Рассмотрим эти аспекты понятия секьюритизации более подробно.

## 2.1. Секьюритизация финансовых рынков

*Секьюритизацию финансовых рынков* в широком смысле многие исследователи ставят на первое место среди других тенденций, протекающих на финансовых рынках, таких, как глобализация, дерегулирование, информатизация, дезинтермедиация. Исключая из процесса привлечения финансовых ресурсов банки, предприятия путем выпуска ценных бумаг и непосредственной их продажи напрямую инвесторам обеспечивают существенную экономию при привлечении денежных средств.

Характеризуя процесс секьюритизации, американские специалисты подчеркивают: «Благодаря смещению акцентов от индивидуальных отношений с кредитной организацией и иными институциональными кредиторами к широкому взаимодействию с обезличенными заимодавцами, осуществляемому при посредничестве биржи, кредитной олигополии, которая ранее могла диктовать собственные условия, была найдена замена в лице более сговорчивых институциональных инвесторов, оперирующих на рынке капиталов»<sup>1</sup>.

Однако следует учитывать, что финансовый инструмент получает признание на финансовом рынке, если его свойства и механизм действия удовлетворяют требованиям всех участников инвестиционного процесса. Это в полной мере относится и к ценным бумагам, которые должны быть интересны как эмитенту, так и инвесторам. В этом плане предложение облигаций для многих инвесторов стало весьма привлекательной сферой размещения капитала, поскольку доходность по долговым ценным бумагам, как правило, превышает доходность по банковским депозитам. Кроме того, вложения в облигации обладают свойством ликвидности в отличие от размещения средств на депозите в банке, что позволяет инвестору быстро и без существенных финансовых потерь обратить финансовый инструмент в наличные деньги.

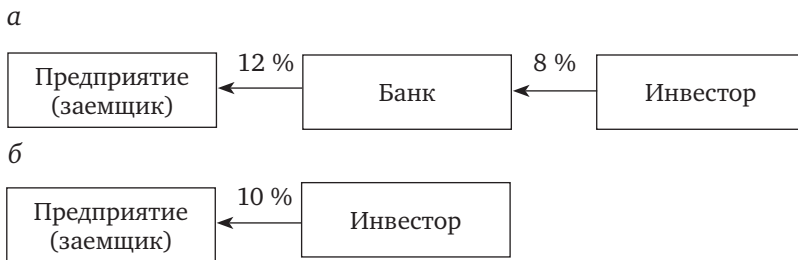
На рис. 2.1 представлены две схемы движения финансовых ресурсов от инвестора к конечному заемщику (предприятию).

В первом случае движение финансовых ресурсов идет через финансового посредника (банк), который привлекает средства инвесторов,

---

<sup>1</sup> Hielcher U. Asset Backed Securities / U. Hielcher. H.-P. Ohl. 1994.

выплачивая им определенный процент (в нашем примере — 8 %). Аккумулированные средства банк размещает в виде кредитов, беря за это более высокий процент (12 %), чем процент по депозитам.



**Рис. 2.1. Схема движения финансовых ресурсов от инвесторов к заемщикам при банковском кредитовании (а) и при выпуске ценных бумаг (б)**

В первом случае движение финансовых ресурсов идет через финансового посредника (банк), который привлекает средства инвесторов, выплачивая им определенный процент (в нашем примере — 8 %). Аккумулированные средства банк размещает в виде кредитов, беря за это более высокий процент (12 %), чем процент по депозитам.

Во втором случае предприятие напрямую обращается к инвесторам, выпустив облигации. Отсутствие финансового посредника позволяет предприятию, с одной стороны, удешевить стоимость привлекаемых ресурсов, выплачивая инвестору по облигации купонный доход в размере 10 %, с другой — эта схема позволяет инвестору получить более высокий доход, чем размещение средств на банковском депозите.

Разница между процентными ставками по пассивным и активным операциям в российских банках составляет значительную величину. В табл. 2.1 представлены лучшие ставки по депозитам на один год по состоянию на декабрь 2018 г. в ведущих российских банках.

Представленные в таблице данные свидетельствуют о том, что лучшие депозитные ставки в рублях составляют 7—8 %, в то время как ставка по инвестиционным кредитам в среднем была примерно в 1,7 раза выше и составляла 13 %.

*Таблица 2.1*

**Лучшие ставки по годовым рублевым депозитам, % годовых**

Банк	Ставка, %
«Сбербанк»	7,0
«Банк ВТБ»	7,5
«Альфа-банк»	7,34
«Совкомбанк»	7,6
«Промсвязьбанк»	7,4
«Московский кредитный банк»	8,0

Разница между кредитными и депозитными процентными ставками составляет вознаграждение банка, так называемую банковскую маржу. Эта разница существует во всех странах, но на развивающихся рынках она особенно велика. В странах Евросоюза банковская маржа составляет 1,7 %, а в России — около 5 %. Компания как коммерческая структура вполне естественно стремится удешевить стоимость привлекаемых ресурсов. Для этого ей необходимо уменьшить размер банковской маржи или вообще ее не платить. Именно это можно сделать, если напрямую обратиться к инвесторам, выпустив ценные бумаги. Итак, учитывая высокую стоимость кредитных ресурсов, предприятия прибегают к эмиссии ценных бумаг, что позволяет им получить денежные средства более дешевые, чем кредиты банка.

Усиление роли ценных бумаг на финансовом рынке обусловлено несколькими факторами:

1) *использование ресурсов широкого круга инвесторов*, что дает возможность эмитенту облигаций привлечь гораздо больший объем средств. Собственный капитал большинства банков низок, и они не имеют возможности выдать крупный кредит одному заемщику. В целях снижения рисков банковской системы Банк России устанавливает для коммерческих банков норматив кредитования в расчете на одного заемщика, благодаря чему достигается диверсификация кредитного портфеля. Однако эти ограничения приводят к тому, что предприятия вынуждены брать кредиты в различных банках, чтобы выполнить свои инвестиционные программы. Например, если капитал банка составляет 10 млрд руб. и установлен норматив кредитования на одного заемщика в размере 5 % капитала, то банк может выдать одному заемщику не более 500 млн руб. А скажем, компания с годовым оборотом реализации продукции более 5 млрд руб. может успешно разместить на рынке облигации в сумме до 1,5 млрд руб. и обеспечить финансирование инвестиционных проектов;

2) *независимость от отдельно взятого кредитора*, означающая, что при выпуске облигаций предприятие не столкнется с ситуацией отказа банка-кредитора продолжать кредитование. В случае отказа банка от выделения очередного транша кредита возникает дефицит финансирования инвестиционной программы, предприятию приходится срочно искать деньги на финансовом рынке, что в ряде случаев обходится достаточно дорого. Выпуская же облигации, предприятие получает финансовые ресурсы от многочисленных заемщиков, и ухудшение финансового состояния одного из них никак не сказывается на реализации инвестиционной программы;

3) *привлечение ресурсов на длительный срок*. Банковские кредиты обычно выдаются на небольшой срок. Это обусловлено тем, что банки имеют короткие пассивы (средний срок привлечения средств на срочные депозиты в российских банках составляет менее полутора лет). В связи с этим банки не могут выдавать кредиты на длительные сроки, т. е. на три — пять лет, большая часть кредитов выдается ими на срок

не более года. Предприятиям же для реализации инвестиционных проектов нужны «длинные» деньги. В табл. 2.2 представлены данные на 1 декабря 2018 г. о структуре кредитов, предоставленных банками российским компаниям.

Таблица 2.2

**Кредиты российских банков, предоставленные юридическим лицам**

Сроки	Сумма, млрд руб.	Доля, %
До 1 года	9111	33,9
От 1 года до 3 лет	5610	20,9
Свыше 3 лет	12 171	45,2
Итого	26 892	100,0

Как видим, более 30 % полученных предприятиями кредитов являются краткосрочными (до одного года) и только 45 % кредитов выдано на срок свыше трех лет. Трудности с получением «длинных» денег на банковском рынке подталкивают компании к выпуску облигаций. В России в настоящее время средний срок обращения корпоративных облигаций составляет около четырех лет, причем практикуется выпуск облигаций и на более длительные сроки (до 15 лет);

4) *возможность управлять своим долгом.* Облигации — это ценные бумаги, которые могут обращаться на вторичном рынке, что дает предприятию возможность управлять своим долгом, выкупая облигации при появлении свободных средств, когда цены на рынке низкие, и продавая их, когда есть потребность в деньгах или цены на рынке достаточно высоки. За счет операций на вторичном рынке эмитенту в ряде случаев удастся значительно снизить стоимость обслуживания долга. Кроме того, компании могут выпускать облигации различного типа и видов (с плавающей купонной ставкой, с правом досрочного погашения, с возможностью конвертации облигаций в акции и т. п.);

5) *отсутствие дополнительных условий со стороны кредиторов.* Выдача банковского кредита во многих случаях сопровождается рядом дополнительных условий со стороны банка. От предприятия может потребоваться перевод всех оборотов на счет в банке-кредиторе, предоставление залога и т. д. При требовании передачи в обеспечение залога блокирующего или контрольного пакета акций предприятие теряет контроль над управлением. Выпуская же облигации, предприятие не зависит от их приобретателей;

6) *формирование публичной кредитной истории,* создание предпосылок для размещения иных ценных бумаг. Репутация предприятия — один из ценнейших его активов. Способность полностью и вовремя рассчитываться по своим облигациям сразу видна всем участникам финансового рынка и немедленно повышает репутацию предприятия. Это дает ему возможность выхода на международный рынок капитала



путем выпуска депозитарных расписок. Кроме того, выпуск облигаций на внутреннем рынке может быть полезным шагом при планируемом выпуске еврооблигаций и последующем проведении IPO;

7) *получение рыночных котировок по своим обязательствам.* При размещении своих облигаций и в процессе их обращения на вторичном рынке предприятие имеет возможность узнать, как они оцениваются другими участниками рынка. В дальнейшем предприятие получает возможность ориентироваться на эти цифры при получении кредитов и других форм заимствований;

8) *удобство размещения финансовых средств для инвесторов.* Рассмотрим пример: инвестор размещает средства на банковском депозите сроком на один год под 10 % годовых. Если инвестор захочет забрать свои средства через шесть месяцев, то ему необходимо расторгнуть с банком договор о депозитном вкладе. Банк идет на расторжение договора, но накопившиеся за полгода проценты или не выплачивает вообще, или снижает их до уровня процентов по вкладам до востребования (на момент написания учебника ставка по таким вкладам составляла 0,1—0,5 % годовых). Таким образом, инвестор получает свои деньги, но с финансовыми потерями.

Если инвестор вкладывает денежные средства в приобретение облигаций, то ему легче вернуть их, не дожидаясь срока погашения облигаций. Для этого он может продать облигации на вторичном рынке. При совершении сделки покупатель оплатит владельцу облигации не только ее стоимость, но и накопившиеся за период владения проценты. Иными словами, ценные бумаги в отличие от традиционных банковских вкладов обладают свойством ликвидности, их можно продать и получить наличные деньги без существенных финансовых потерь.

Указанные преимущества облигационных займов по сравнению с банковским кредитованием способствуют тому, что в общем объеме финансирования инвестиций облигации начинают играть решающую роль.

Процесс секьюритизации носит глобальный характер и охватывает как развитые, так и развивающиеся рынки. Этот процесс зародился в США и идет очень бурными темпами. Если в 1980 г. в США доля заемных ресурсов, привлеченных нефинансовыми компаниями за счет эмиссии облигаций, составила всего 44 %, а большая часть (56 %) приходилась на банковские кредиты, то в 2016 г. картина на кредитном рынке абсолютно противоположная: на долю облигационных займов приходится 68 %, а удельный вес банковских кредитов сократился до 32 % (рис. 2.2).

Аналогичным образом развивается процесс секьюритизации во Франции. По данным Р. Шмидта, доля банковского кредита в пассивах предприятий, не относящихся к финансовому сектору, за 15-летний период сократилась с 55 до 30 %, а доля секьюритизированных обязательств увеличилась с 45 до 70 %.

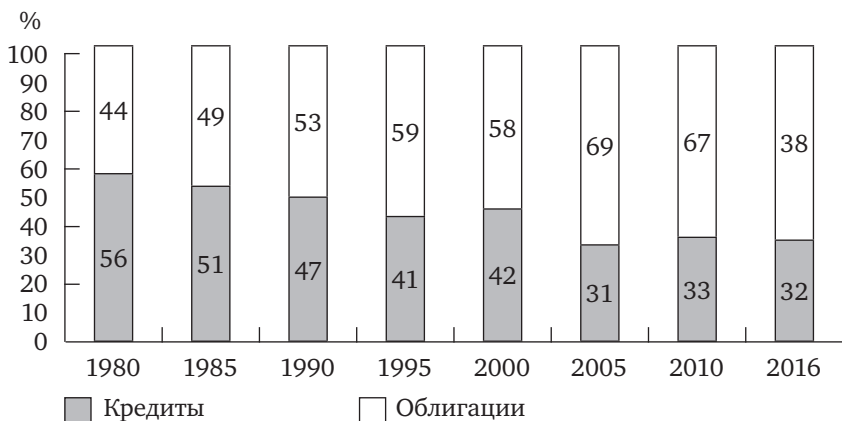


Рис. 2.2. Структура долгового рынка США

При рассмотрении финансового рынка Великобритании нельзя отметить резкое сокращение банковского кредита при финансировании деятельности предприятий. Это обусловлено тем, что в Великобритании ценные бумаги исторически играли существенную роль в привлечении финансовых ресурсов в компании нефинансового сектора. Однако и здесь за период с 1980 по 1990 г. доля секьюритизированного долга выросла с 56 до 73 %.

Аналогичная картина наблюдается и на российском финансовом рынке. Объемы выпуска корпоративных облигаций постоянно увеличиваются и растут опережающими темпами по сравнению с банковскими кредитами. На рис. 2.3 показана динамика номинального объема выпущенных корпоративных облигаций.

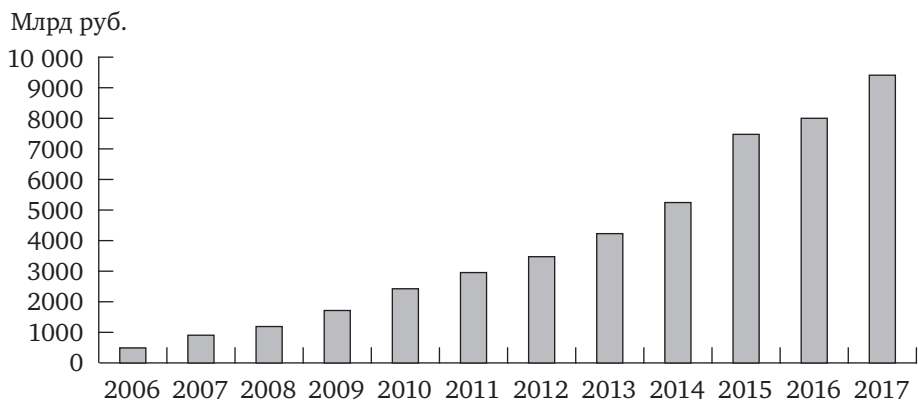


Рис. 2.3. Номинальный объем корпоративных облигаций, находящихся в обращении на российском финансовом рынке

В этот же период росли объемы кредитования банками предприятий реального сектора экономики, однако темпы роста кредитов отставали от темпов роста выпусков облигаций. В результате в общем объеме

финансирования инвестиций доля банковских кредитов сокращается, а доля облигационных займов увеличивается (табл. 2.3).

Таблица 2.3

**Структура долговых источников финансирования инвестиций в основной капитал российских компаний**

Источники финансирования	2007 г.		2017 г.		Темп роста
	млрд руб.	%	млрд руб.	%	
Инвестиционные кредиты сроком более 1 года	1786	66,2	9657	50,4	Рост в 5,4 раза
Облигации нефинансовых компаний	913	33,8	9487	49,6	Рост в 10,4 раза
Итого	2699	100	19 144	100	—

Представленные в табл. 2.3 данные свидетельствуют, что в 2007 г. доля облигаций в общем объеме долговых источников финансирования инвестиций составляла 1/3, а в 2017 г. она практически сравнялась с объемом банковского кредитования. В течение всего рассматриваемого периода объемы кредитов и облигационных займов постоянно увеличивались. Однако объемы облигационных займов росли вдвое быстрее.

Несмотря на то что облигации обладают целым рядом преимуществ по сравнению с банковским кредитом, существуют определенные ограничения, связанные с их выпуском.

**Во-первых**, не все компании могут и способны выпустить облигации, так как выпуск облигаций предъявляет к эмитенту следующие повышенные требования:

— большая финансовая открытость компании перед инвесторами. Компания в проспекте эмиссии облигаций должна раскрыть информацию о своем финансовом состоянии, что позволяет инвесторам оценить риски и принять обоснованные решения о целесообразности приобретения данных облигаций. При этом инвесторов, как правило, интересуют направления инвестирования денежных средств и их эффективность. В дальнейшем участники рынка будут вести постоянный контроль за финансовыми потоками и направлениями использования привлеченных средств;

— раскрытие информации о бизнесе и основных собственниках. Инвесторы, приобретающие облигации, как правило, хотят знать, кому они доверяют свои средства;

— более высокая ответственность эмитента по выплате денежных средств по облигациям, нежели при банковском кредите. Если у компании возникают финансовые трудности, то при кредитовании можно договориться с банком о реструктуризации кредита или переносе срока выплаты. При облигационном займе эмитенту достаточно сложно до-

говориться с большим числом инвесторов. Неисполнение эмитентом своих обязательств грозит компании тем, что инвесторы обратятся с иском в суд о возмещении ущерба, и даже если компания выполнит свои обязательства, то ее репутация будет потеряна.

Эти факторы компании должны обязательно учитывать при выборе источника долгового финансирования.

**Во-вторых**, один из основных вопросов, которые стоят перед инвесторами при долговом финансировании, — это надежность и финансовая устойчивость заемщика. Участники рынка, инвестирующие в облигации, внимательно следят за финансовым состоянием заемщика, и если оно, по мнению инвесторов, недостаточно стабильно, то они требуют премии за риск, которая может привести к тому, что облигационный заем обойдется компании дороже, чем банковский кредит. Поведение инвесторов вполне объяснимо с точки зрения агентских отношений. Владельцы облигаций склонны требовать большую премию за риск, так как они не в состоянии эффективно контролировать использование инвестиционных ресурсов, в отличие от банков, которым проще осуществлять этот контроль. Банк при выдаче инвестиционного кредита имеет возможность осуществлять постоянный мониторинг использования средств и оказывать влияние на заемщика.

Компании, обладающие не очень высокой степенью финансовой устойчивости, предпочитают обращаться за долговым финансированием в банк, так как на облигационном рынке стоимость привлекаемых ресурсов будет для них слишком высокой. Банк соглашается на выделение кредита таким заемщикам, используя защитные механизмы и ограничения, которые фиксируются в кредитном договоре.

Преимущества кредита бесспорны также для молодых и небольших компаний, у которых нет публичной кредитной истории. Таких эмитентов инвесторы относят к потенциально рискованным и требуют высокой премии за риск. Эксперты считают, что вложения в облигации достаточно надежны, если долгосрочный долг не превышает 20—25 % годового оборота компании. Если объем долга выше, то есть риск неисполнения эмитентом своих обязательств.

Следует учитывать также, что если выручка компании невелика, то и объем облигационного займа будет небольшим. Это приводит в свою очередь к тому, что облигации данного эмитента будут обладать низкой степенью ликвидности, и инвесторы будут требовать премии за отсутствие ликвидности. Размер такой премии на российском рынке может составлять 2—3 % по сравнению с аналогичными ликвидными облигациями.

Исследования, проводившиеся американскими специалистами, показали, что размер компаний, прибегавших к банковскому кредитованию, составлял примерно 25 % размера компаний, выпустивших облигации. Используя показатель размера компании, можно сделать вывод, что молодым и небольшим компаниям предпочтительней использовать банковский кредит, а крупным компаниям — облигационные займы.

Безусловно, крупные компании помимо облигаций прибегают к банковскому кредитованию, и в дальнейшем могут привлекать банковские кредиты, диверсифицируя источники финансирования.

## 2.2. Секьюритизация финансовых активов

Под *секьюритизацией финансовых активов* понимают инновационный процесс трансформации неликвидных активов в высоколиквидные ценные бумаги, что является одной из форм проявления общей тенденции увеличения роли ценных бумаг на финансовых рынках. С этой точки зрения секьюритизация финансовых активов является частью глобального процесса секьюритизации.

В основе классической трактовки секьюритизации в узком смысле лежит выделение активов, отраженных на балансе, в отдельный финансовый пул для последующих транзакций. Данные операции можно охарактеризовать как секьюритизацию активов, которые находятся в центре всего процесса секьюритизации. В дальнейшем мы будем использовать термин «секьюритизация активов», который характеризует секьюритизацию в узком смысле. Первоначально секьюритизация коснулась только закладных под недвижимость, а с 1980-х гг. она получила очень широкое распространение (ссуды под залог транспортных средств, лизинговые контракты, коммерческие закладные и др.).

Ценные бумаги обеспечивают возможность трансформации неотирующихся (необращающихся) активов, которые имеются на балансе хозяйствующего субъекта (банка или другой организации), в обращаемые финансовые инструменты. Эти ценные бумаги продаются на финансовом рынке, в результате чего хозяйствующий субъект получает самый высоколиквидный актив — денежные средства.

В секьюритизации финансовых активов существует два уровня.

Примером *одноуровневой секьюритизации* может служить выпуск облигаций, обеспеченных пулом закладных, имеющих на балансе банка (рис. 2.4).

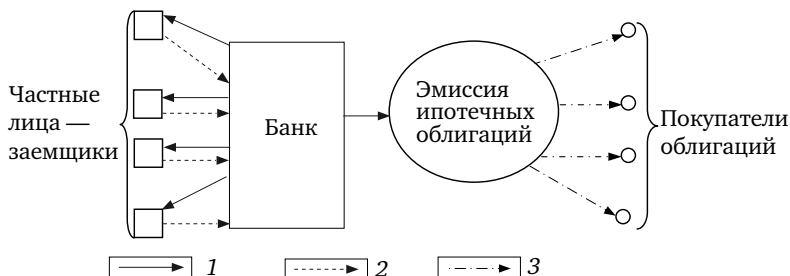


Рис. 2.4. Трансформация неототируемых активов в обращающиеся ценные бумаги:

1 — выдача банком ипотечных ссуд частным лицам на основании договора о залоге недвижимости; 2 — выпуск и продажа банком облигаций под залог пула закладных; 3 — выдача заемщиком банку закладной

На рис. 2.4 представлена одноуровневая схема секьюритизации, в которой банк выдает частным лицам кредиты (ссуды) на строительство жилья. При этом ссуды выпускаются под залог недвижимости на основании договоров, которые действуют до тех пор, пока заемщики не погасят перед банками свои обязательства. Таким образом, банк обладает финансовыми активами, т. е. ипотечными договорами, в которых содержатся положения о залоге недвижимости до тех пор, пока не будет погашен кредит. Однако если эти активы (закладные на недвижимость) просто лежат в банке, то они не работают.

В последние годы банки стали объединять такие договоры в пулы закладных и под их обеспечение выпускать ипотечные облигации. Продав облигации, банк получает денежные средства, которые он может направить на расширение своего бизнеса, выдавая новые кредиты. Ипотечные облигации считаются надежными ценными бумагами, так как они обеспечены хорошим залогом. Поэтому банк может по ним выплачивать невысокий процент. Для банка это, безусловно, выгодно, так как он через продажу облигаций получает более дешевые финансовые ресурсы. Однако при такой схеме все риски, которые сопровождают банковскую деятельность, переносятся на владельцев облигаций. При этом закладные остаются на балансе банка.

Следует учитывать, что бесконечно данная схема работать не может, так как деньги от продажи облигаций отражаются в балансе банка как заемные средства. У банков существует норматив достаточности собственного капитала, который определяет соотношение собственных и заемных средств банка. Если норматив установлен на уровне 10 %, то это означает, что доля заемных средств банка не должна превышать 90 %. Поэтому, достигнув предельного уровня норматива, банк не может выпускать облигации под обеспечение закладных на недвижимость, ему необходимо использовать другую схему преобразования закладных в денежные средства.

*Двухуровневая схема секьюритизации.* Для того чтобы отделить риски ипотечных облигаций от прочих рисков и преобразовать закладные в денежные средства, применяется более сложная, двухуровневая схема секьюритизации. В развернутом варианте секьюритизации основными условиями предусмотрено списание дебиторской задолженности с баланса банка путем продажи ее специальному юридическому лицу (в дальнейшем — спецюрлицо). Благодаря этому решаются следующие задачи:

- улучшается структура баланса банка;
- банк получает дополнительные финансовые ресурсы от продажи дебиторской задолженности;
- происходит разделение рисков банка;
- продаваемый спецюрлицу пул активов обеспечен денежными потоками;
- выпускаемые спецюрлицом облигации обладают высоким уровнем надежности;

— инвесторы, приобретающие облигации, принимают на себя риск меньший, чем различные средства на банковском депозите.

Классическая схема секьюритизации активов банка наиболее полно представлена Х. Бэром (рис. 2.5)<sup>1</sup>.

При реализации данной схемы можно выделить четыре важнейших обязательных элемента:

1) *формирование пула активов*. Банк кредитует заемщиков, в результате чего у него образуются права требования к должникам, которые отражаются в балансе банка. Банк объединяет однородные обязательства заемщиков в пул активов;

2) *продажа пула активов*. Сформированный банком пул активов продается спецюрлицу (*special purpose vehicle, SPV*). Эта стадия является ключевой в секьюритизации банковских активов: активы, числящиеся на балансе банка как дебиторская задолженность, полностью списываются с баланса банка и принимаются на баланс другого юридического лица. Это позволяет отделить активы от первоначального собственника — банка и освободить пул активов от рисков, присущих банку в целом. Продав пул активов, банк вместо дебиторской задолженности имеет на счетах денежные средства, что позволяет ему расширить сферу своей деятельности;

3) *эмиссия облигаций*. Спецюрлицо (*SPV*) осуществляет эмиссию облигаций, обеспеченных пулом банковских активов (*asset-backed securities, ABS*). Качество облигаций в основном определяется стабильностью денежного потока по активам, переданным банком *SPV*. При такой схеме для инвесторов, приобретающих облигации, полностью исключены риски, связанные с оперативной и хозяйственной деятельностью банка. Отделение денежных потоков по пулу активов от общих денежных потоков банка и передача их спецюрлицу исключает риски функционирования банка. Если выделенный пул активов генерирует стабильный поток денежных средств, то облигации *ABS* обладают высокой степенью надежности, которую может подтвердить рейтинговое агентство, присвоив облигациям соответствующий рейтинг. Для повышения качества облигаций дополнительно страхуются риски неплатежей по облигациям. Это позволяет спецюрлицу выпустить облигации с более низкими процентными платежами, чем проценты, получаемые по банковским кредитам;

4) *обслуживание денежных потоков*. Передав активы из банка в спецюрлицо, необходимо перестроить систему денежных потоков, чтобы платежи по кредитам попадали не в банк, а к владельцам облигаций. Для реализации этого механизма назначается агент по обслуживанию денежных средств (*service agent*), в обязанности которого вменяется контроль за исполнением денежных требований к заемщикам, сроками проведения платежей и их объемами, взысканием непогашенной

---

<sup>1</sup> Бэр Х. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов — инновационная техника финансирования банков : пер. с нем. М. : Волтерс Клувер, 2006. С. 96.

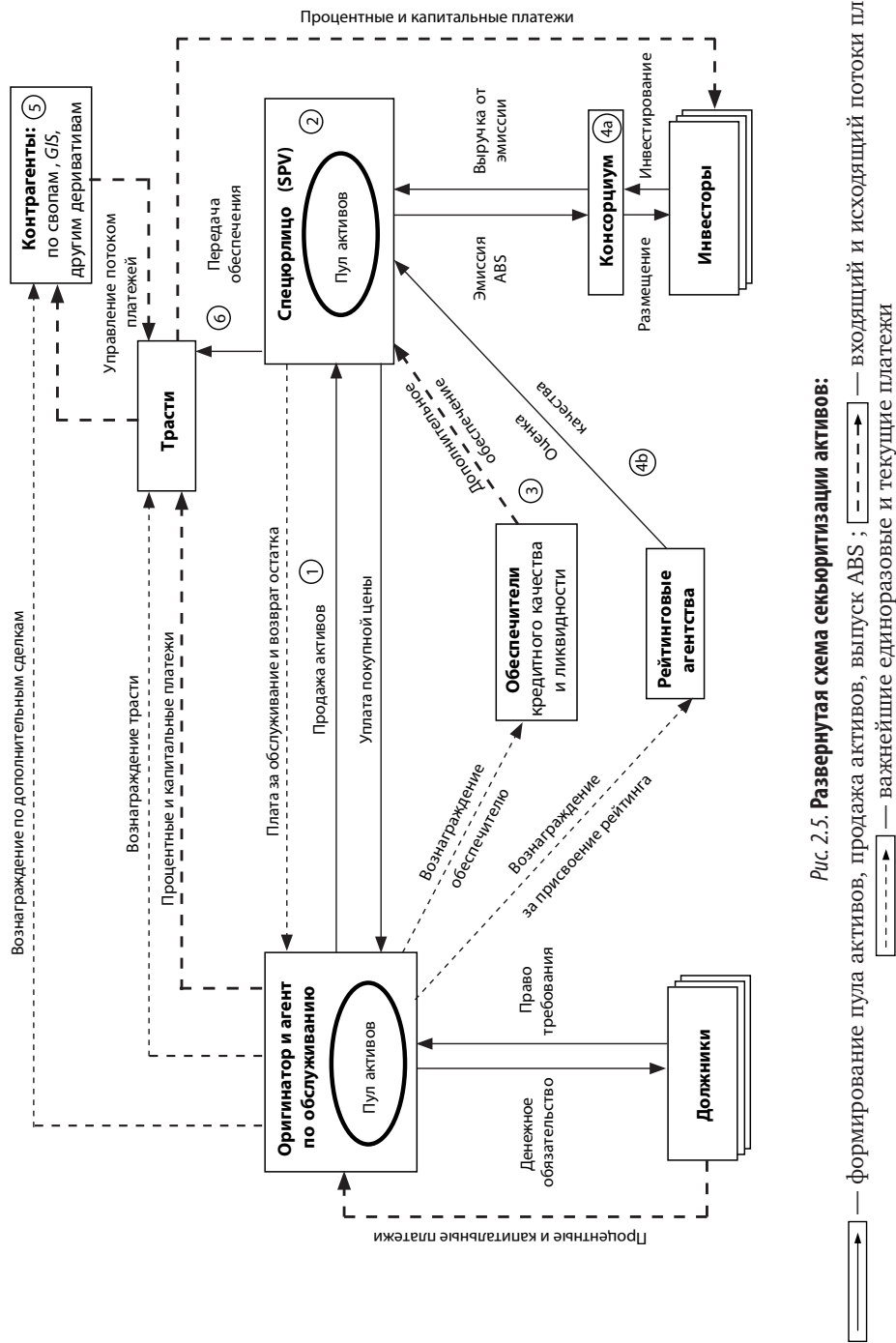


Рис. 2.5. Развернутая схема секьюритизации активов:

формирование пула активов, продажа активов, выпуск ABS ; — входящий и исходящий потоки платежей; — важнейшие единоразовые и текущие платежи



задолженности. В качестве агента может выступать независимая финансовая компания или банк. Часто функции агента берет на себя банк, выдавший кредиты, поскольку, он уже работал со своими заемщиками по кредиту и теперь следит за соблюдением ими платежной дисциплины, контролирует исполнение их обязательств. Взяв на себя функции агента, банк, по сути, продолжает выполнять ту же работу, только в пользу спецюрлица. Между банком и спецюрлицом заключается договор на ведение дел и банк как агент по обслуживанию получает комиссионное вознаграждение.

Для представления интересов инвесторов и управления денежными средствами может привлекаться компания (трасти), главная задача которой — защита интересов инвесторов — владельцев облигаций. Кроме того, эта компания должна сбалансировать притоки и оттоки денежных средств, которые идут от заемщиков к владельцам облигаций. В отдельные периоды поступления от заемщиков могут быть больше, чем обязательства спецюрлица перед владельцами облигаций. В этом случае образуется временный избыток денежных средств, который может быть использован для проведения операций на финансовом рынке. Управляющая компания действует как доверенное лицо по управлению активами спецюрлица и одновременно выполняет функции платежного агента по облигациям. Как указывает Х. Бэр: «Доверенное лицо является фидуциарным собственником активов спецюрлица. Оно распоряжается ими в интересах инвесторов, которым принадлежит право на экономический результат от использования этого имущества»<sup>1</sup>. Управляющий, как и агент по обслуживанию, получает комиссионное вознаграждение.

Таким образом, в схеме секьюритизации участвуют:

- банк;
- спецюрлицо (SPV);
- заемщики;
- инвесторы (владельцы облигаций);
- агент по обслуживанию;
- управляющая компания (трасти).

Кроме того, в эту схему могут быть дополнительно включены:

- страховые компании, которые страхуют риск возникновения убытков по потоку денежных средств;
- банки, которые предоставляют гарантии по обязательствам спецюрлица;
- рейтинговые агентства, которые производят оценку качества денежного потока и присваивают облигациям определенный рейтинг.

Принципиальные отличия секьюритизации финансовых рынков от понятия секьюритизации финансовых активов представлены в табл. 2.4.

---

<sup>1</sup> Бэр Х. Указ. соч. С. 31.

## Принципиальные различия двух аспектов секьюритизации

Секьюритизация в широком смысле (секьюритизация финансовых рынков)	Секьюритизация в узком смысле (секьюритизация финансовых активов)
Замещение традиционного банковского кредитования эмиссией долговых ценных бумаг (со стороны эмитента) Перераспределение средств инвесторов с банковских депозитов на рынок ценных бумаг (со стороны инвесторов) Исключение банка как кредитного посредника из процесса движения денежных средств Сокращение объема традиционных депозитно-кредитных операций и расширение инвестиционного бизнеса (со стороны банков) Удешевление стоимости финансовых ресурсов для предприятий Повышение доходности вложений для инвесторов	Особая форма финансирования при помощи ценных бумаг в рамках общего процесса секьюритизации Трансформация неликвидных финансовых активов в высоколиквидные ценные бумаги Выделение активов, числящихся на балансе, в отдельный пул, что является обеспечением выпускаемых ценных бумаг Выпуск долговых ценных бумаг, обеспеченных пулом закладных Инновационная техника финансирования традиционных банковских операций Участие банка в этом процессе как инвестиционного института

Для того чтобы программа секьюритизации была эффективной, необходимо, чтобы соблюдалось следующее условие:

$$K + K_{\Pi} \geq O + O_{\Pi} + O_p + Z_{\text{ю}} + T_p + Z_{\text{пр}},$$

где  $K$  — денежные потоки от заемщиков по погашению основной суммы долга;  $K_{\Pi}$  — процентные платежи по кредитам;  $O$  — выплаты по облигациям;  $O_{\Pi}$  — купонные платежи;  $O_p$  — комиссионные originатора;  $Z_{\text{ю}}$  — затраты на содержание спецюрлица;  $T_p$  — комиссионные управляющей компании;  $Z_{\text{пр}}$  — прочие затраты по обслуживанию программы секьюритизации (страхование, присвоение рейтинга облигациям, банковская гарантия и т. п.).

Таким образом, денежные потоки по кредитным обязательствам должны перекрывать все затраты по обслуживанию программы секьюритизации и обязательства спецюрлица перед владельцами облигаций.

В этой связи эксперты оценивают минимальный объем активов, подлежащих секьюритизации, в размере 100 млн долл. В этом случае секьюритизация будет экономически оправдана. Меньшая сумма приведет к нарушению заданного условия, так как расходы по обслуживанию программы секьюритизации будут чрезмерно велики и перекроют эффект разницы между процентными ставками по кредиту и купонными ставками по облигациям.

Особенно остро эта проблема ощущается в России, где объемы активов, которые могут быть секьюритизированы, невелики. Эту про-

блему можно решить путем объединения пулов активов различных банков-оригинаторов, которые приобретаются спецурлицом. Объем участия конкретного банка в такой комбинированной программе может составлять 10—15 млн долл.

Другой путь решения данной проблемы — это снижение издержек по обслуживанию программы секьюритизации. Можно отказаться от банковских гарантий по облигационному займу, от услуг страховой компании при условии, что качество кредитного портфеля является высоким и вероятность неисполнения заемщиками своих обязательств по платежам близка к нулю. Главное, чтобы отказ от дополнительных гарантий не привел к снижению кредитного качества облигаций и инвесторы не потребовали бы дополнительной премии за риск.

В развитии процесса секьюритизации можно выделить три этапа в зависимости от активов, подлежащих секьюритизации.

На **I этапе** (начало 1970-х гг.) секьюритизации подвергались ипотечные кредиты. Банк, выдававший кредиты на приобретение недвижимости, объединял их в пул ипотек, который продавался спецурлицу, которое осуществляло эмиссию облигаций. Денежные потоки по кредиту являлись источником выплаты купонов по облигациям и их последующего погашения. Заметим, что денежный поток по пулу ипотек сам по себе является достаточно стабильным. Если заемщик не способен расплатиться по ипотечному кредиту, то его недвижимость продается в соответствии с установленной процедурой и владелец закладной получает денежные средства. Кроме того, часто гарантом по ипотечным облигациям выступают правительственные организации, что повышает надежность облигаций. Облигации, выпущенные под обеспечение пула закладных по ипотечным кредитам, получили название облигации, обеспеченные ипотекой (*mortgage-backed securities, MBS*).

На **II этапе** развитие процесса секьюритизации шло в направлении расширения состава банковских инструментов, подлежащих секьюритизации. В основе новых направлений секьюритизации лежат те же принципы продажи банковских активов спецурлицу, выпускающему облигации, обеспечением которых являются денежные потоки по выделенным банком кредитам на приобретение автомобилей, студенческим кредитам, поступления по кредитным картам. Этот рынок облигаций появился в США в первой половине 1980-х гг.

Сопоставление процедур секьюритизации первого и второго этапов показывает, что они весьма схожи, что проявляется в следующем:

- инициатором секьюритизации является банк;
- секьюритизации подлежат банковские кредиты;
- секьюритизированные активы списываются с баланса банка и передаются спецурлицу;
- обеспечением облигаций являются денежные потоки по кредитам.

В связи с тем что ипотечные кредиты являются активами банка и отражаются в его балансе наряду с автомобильными и прочими креди-

тами, некоторые авторы рассматривают секьюритизацию ипотеки как разновидность секьюритизации активов. Однако между секьюритизацией ипотечных кредитов и секьюритизацией других видов кредитов есть и весьма существенные различия:

1) ипотечные кредиты являются долгосрочными и соответственно облигации типа MBS, как правило, выпускаются на более длительные сроки, чем облигации ABS;

2) облигации MBS обладают более высоким кредитным качеством, чем облигации ABS, так как по ним, кроме обеспечения в виде денежного потока, существует и дополнительное обеспечение в форме заложенных на недвижимость. В случае неисполнения заемщиком своих обязательств недвижимость реализуется, и эмитент облигаций получает денежные средства;

3) обеспечение по облигациям MBS в условиях стабильного развития экономики является более надежным, так как недвижимость с течением времени, как правило, в цене не теряет, чего нельзя сказать об автомобиле или студенческом кредите;

4) облигации, обеспеченные ипотекой, являются отдельным классом (родовым понятием), который в зависимости от структурирования платежей подразделяется на следующие разновидности: гарантированные ипотечные облигации, обыкновенные долевые облигации, облигации в виде частных сертификатов участия, структурированные (порядковые) ипотечные облигации и т. д.

**III этап** развития секьюритизации связан с расширением числа активов, подлежащих секьюритизации. Если на предыдущих этапах речь шла о секьюритизации банковских активов (ипотечных, автомобильных, студенческих кредитов и т. п.), то в настоящее время многие финансисты говорят о секьюритизации будущих денежных потоков. Весьма расхожим стал лозунг: «Если у вас есть денежный поток, секьюритизируйте его». Зарождение III этапа связывают с проведением во второй половине 1990-х гг. операций по секьюритизации требований сомнительного качества. К числу таких сделок можно отнести программы секьюритизации долгов слаборазвитых стран, просроченной налоговой задолженности, выплат по договорам франчайзинга, ипотечных кредитов плохого качества (так называемых кредитов саб-прайм) и др. Так, в Латинской Америке были выпущены облигации секьюритизированных будущих поступлений (*future flow securitisation*), в качестве которых выступала выручка по экспортным контрактам. В табл. 2.5 сопоставлены традиционные и новые направления секьюритизации.

Таблица 2.5

#### Традиционные и новые формы секьюритизации

Традиционные формы секьюритизации банковских активов	Новые формы секьюритизации денежных потоков
Ипотечные кредиты	Лизинговые платежи

Традиционные формы секьюритизации банковских активов	Новые формы секьюритизации денежных потоков
Автомобильные кредиты	Поступления от платных автомобильных дорог
Студенческие кредиты	Выручка телефонных компаний
Задолженность по кредитным картам	Выручка автотранспортных компаний
Кредит под залог доли в недвижимости	Платежи за телевидение
	Выручка за авиабилеты
	Поступления от ресторанного бизнеса
	Платежи по договорам франчайзинга
	Поступления по экспортным контрактам
	Оплата услуг медицинских учреждений
	Налоги, сборы и пошлины
	Право на добычу полезных ископаемых
	Плата за школьное обучение
	Поступления от морских контрактов

Представленный список форм секьюритизации не является исчерпывающим и может быть существенно расширен за счет включения в процесс новых видов деятельности, где существует стабильный денежный поток. Ограничениями для секьюритизации являются только фантазия разработчиков и затраты, связанные со структурированием и обслуживанием денежных потоков.

### Ключевые понятия и термины

- секьюритизация;
- секьюритизация финансовых рынков;
- секьюритизация финансовых активов;
- одноуровневая и двухуровневая схемы секьюритизации;
- пул активов;
- банк-оригинатор;
- спецюрлицо;
- ипотечные облигации;
- облигации, обеспеченные пулом активов;
- секьюритизация будущих денежных потоков.

## Вопросы для самопроверки

1. В чем цель проведения секьюритизации?
2. Почему в мировой экономике наблюдается глобальный процесс секьюритизации финансовых рынков?
3. В чем преимущества облигационных займов по сравнению с банковскими кредитами?
4. В каких случаях эмиссия облигаций нецелесообразна?
5. Почему одноуровневая схема секьюритизация имеет ограничения по применению?
6. Какие инструменты используются для повышения кредитного качества облигаций, обеспеченных активами?

## Литература

1. Бэр, Х. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов — инновационная техника финансирования банков : пер. с нем. / Х. Бэр. — М. : Волтерс Клувер, 2006.
2. Инновации на финансовых рынках / под ред. Н. И. Берзона. — М. : Дом Высшей школы экономики, 2013. — Гл. 1—3.
3. Кругман, П. Выход из кризиса есть : пер. с англ. / П. Кругман. — М. : Азбука Бизнес, 2013.
4. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ : пер. с англ. / Э. Дэвидсон [и др.]. — М. : Вершина, 2007.
5. Финансовый кризис в России и в мире / под ред. Е. Т. Гайдара. — М. : Проспект, 2009. — С. 59—92.
6. Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой и активами : пер. с англ. / под ред. Л. Хейра.— М. : Альпина Бизнес Букс, 2007.

## Глава 3

# ВИДЫ ЦЕННЫХ БУМАГ

---

Изучив материал данной главы, студент должен:

**знать**

- определение ценной бумаги;
- основные свойства ценных бумаг;
- принципы классификации ценных бумаг;
- состав и структуру проспекта эмиссии ценных бумаг;
- различия между эмиссионными и неэмиссионными ценными бумагами;
- порядок учета прав владельцев бездокументарных ценных бумаг;

**уметь**

- проводить классификацию ценных бумаг;
- раскрывать преимущества и недостатки предъявительских ценных бумаг по сравнению с именными ценными бумагами;
- объяснять механизм учета и перехода прав по бездокументарным ценным бумагам;
- различать предъявительские, именные и ордерные ценные бумаги;
- формулировать ограничения, связанные с выпуском предъявительских ценных бумаг;

**владеть**

- понятийным аппаратом, относящимся к различным видам ценных бумаг;
  - методологией классификации ценных бумаг.
- 

### 3.1. Понятие и основные свойства ценной бумаги

Ценные бумаги могут выпускаться в документарной форме, т. е. напечатанные на бумажном носителе с соблюдением всех обязательных реквизитов и требований. До появления компьютера и электронного документооборота ценные бумаги всегда выпускались на бумажном носителе с элементами защиты ценных бумаг от подделок. В современных условиях выпуск ценных бумаг в документарной форме является большой редкостью. Подавляющее число ценных бумаг в настоящее время выпускается в электронном виде.

Поэтому законодательство дает следующее определение ценной бумаги.

Для документарной формы выпуска в соответствии со ст. 142 ГК РФ ценными бумагами являются документы, соответствующие установленным законом требованиям и удостоверяющие обязательственные и иные права, осуществление или передача которых возможны только при предъявлении таких документов (документарные ценные бумаги).

В случае бездокументарной формы выпуска ценными бумагами признаются также обязательственные и иные права, которые закреплены в решении о выпуске или ином акте эмитента, выпустившего ценные бумаги в соответствии с требованиями закона, и осуществление и передача которых возможны только с соблюдением правил учета этих прав (бездокументарные ценные бумаги).

Основные свойства, присущие ценной бумаге:

- 1) ценная бумага свидетельствует о праве собственности на капитал (к таким ценным бумагам относятся акции);
- 2) отражает отношения займа между инвестором (лицом, купившим эту ценную бумагу) и эмитентом (лицом, осуществившим выпуск ценных бумаг). К такому виду ценных бумаг относятся облигации, векселя и т. п.;
- 3) дает право на получение определенного дохода от эмитента;
- 4) ценные бумаги в виде акций дают право на участие в управлении акционерным обществом;
- 5) ценные бумаги дают право на получение доли в имуществе предприятия-эмитента при его ликвидации.

Одним из существенных свойств ценной бумаги является ее способность служить предметом купли-продажи на фондовом рынке. Ценные бумаги свободно или с некоторыми ограничениями обращаются на рынке, обеспечивая перелив капитала от одного эмитента к другому, а также извлечение доходности от прироста курсовой стоимости и др. Следует подчеркнуть, что ценная бумага может служить залогом при получении кредита, обеспечением исполнения обязательств, быть объектом других гражданских отношений.

Именно способность обращения принципиально отличает ценную бумагу от других финансовых документов. Например, кредитный договор является сугубо индивидуальным и его нельзя перепродать. Если же кредитные ресурсы привлекаются путем выпуска облигаций, то кредитор, являющийся владельцем облигации, может ее реализовать третьему лицу, чтобы получить при необходимости денежные средства до окончания срока обращения этой ценной бумаги.

### **3.2. Классификация ценных бумаг**

Ценные бумаги могут быть классифицированы по различным признакам. В зависимости от необходимости регистрации выпуска ценных бумаг различают эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги.

Понятие *эмиссионной ценной бумаги* введено в российской практике Законом «О рынке ценных бумаг». Эмиссионной считается ценная



бумага, которая одновременно характеризуется следующими параметрами<sup>1</sup>:

— закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению в соответствии с действующим порядком;

— размещается выпусками;

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

К эмиссионным ценным бумагам относятся акции, облигации, опционы эмитента. Выпуск эмиссионных ценных бумаг не всегда сопровождается разработкой проспекта эмиссии. В ряде случаев вместо разработки достаточно объемного документа, называемого проспектом эмиссии, можно ограничиться лаконичными условиями выпуска ценных бумаг. Однако и проспект эмиссии, и условия выпуска должны быть зарегистрированы в Банке России. Регистрация проспекта эмиссии проводится при размещении ценных бумаг:

— среди неограниченного круга инвесторов;

— среди заранее известного круга инвесторов, если их число превышает 500;

— если сумма привлекаемых эмитентом денежных средств путем размещения эмиссионных ценных бумаг одного или нескольких выпусков (дополнительных выпусков) в течение одного года превышает 200 млн руб., а для кредитных организаций, размещающих облигации одного или нескольких выпусков (дополнительных выпусков) в течение одного года — более 4 млрд руб.

Разработка проспекта эмиссии потребует также в случае, если потенциальные покупатели приобретают ценные бумаги на сумму свыше 4 млн руб.

Эмиссия ценных бумаг может осуществляться в двух формах:

1) *открытого (публичного) размещения* ценных бумаг среди потенциально неограниченного круга инвесторов. В этом случае разрабатывается и регистрируется проспект эмиссии, делается публичное объявление о выпуске акций, проводится рекламная кампания. Проведение рекламной кампании возможно только после регистрации проспекта эмиссии;

2) *закрытого (частного) размещения* ценных бумаг среди ограниченного круга инвесторов.

Эмитенты имеют право производить размещение эмиссионных ценных бумаг без регистрации проспекта, если:

1) в соответствии с условиями размещения эмиссионных ценных бумаг они предлагаются только квалифицированным инвесторам и лицам, имеющим преимущественное право приобретения размещаемых акций и (или) эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции;

---

<sup>1</sup> Статья 2 Закона «О рынке ценных бумаг».

2) в соответствии с условиями размещения акций и (или) эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, они предлагаются только лицам, которые на определенную дату являлись или являются акционерами акционерного общества — эмитента;

3) в соответствии с условиями размещения эмиссионных ценных бумаг они предлагаются заранее определенному кругу лиц, число которых не превышает 150, без учета квалифицированных инвесторов и лиц, имеющих преимущественное право приобретения соответствующих ценных бумаг;

4) сумма денежных средств, привлекаемых эмитентом путем размещения эмиссионных ценных бумаг одного или нескольких выпусков (дополнительных выпусков) в течение одного календарного года, не превышает 1 млрд руб.;

5) сумма привлекаемых эмитентом, являющимся кредитной организацией, денежных средств путем размещения облигаций одного или нескольких выпусков (дополнительных выпусков) в течение одного календарного года не превышает 4 млрд руб.;

6) в соответствии с условиями размещения эмиссионных ценных бумаг сумма денежных средств, вносимая в их оплату каждым из потенциальных приобретателей, за исключением лиц, осуществляющих преимущественное право приобретения соответствующих ценных бумаг, составляет не менее 1 млн 400 тыс. руб.

При выпуске в обращение эмиссионных ценных бумаг проспект эмиссии является важнейшим документом, который должен содержать:

1) **введение**, в котором кратко излагается информация, содержащаяся в проспекте ценных бумаг и позволяющая составить общее представление об эмитенте и эмиссионных ценных бумагах, а в случае размещения эмиссионных ценных бумаг — также об основных условиях их размещения;

2) **информацию об эмитенте и о его финансово-хозяйственной деятельности**;

3) **бухгалтерскую (финансовую) отчетность эмитента и иную финансовую информацию**, в том числе:

- **годовую бухгалтерскую (финансовую) отчетность эмитента** за три последних завершённых отчетных года или за каждый завершённый отчетный год (если эмитент осуществляет свою деятельность менее трех лет), к которой прилагается аудиторское заключение в отношении указанной бухгалтерской (финансовой) отчетности;

- **промежуточную бухгалтерскую (финансовую) отчетность эмитента** за последний завершённый отчетный период, состоящий из трех, шести или девяти месяцев, а в случае, если в отношении указанной отчетности проведен аудит, с приложением соответствующего аудиторского заключения;

- **консолидированную финансовую отчетность группы организаций**, которую эмитент обязан составлять как лицо, контролирующее организации, входящие в указанную группу, или по иным основани-