

## 8.7. О КОНЦЕПТУАЛЬНЫХ ОСНОВАХ ФОРМИРОВАНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Зуев В.М., д.э.н., профессор кафедры «Управление персоналом»;  
Молодкин А.Ю., аспирант кафедры «Финансы и кредит»

*Всероссийская государственная налоговая академия Минфина РФ*

В статье рассматривается проблема тождественности понятий «рынок ценных бумаг» и «фондовый рынок», определяется сфера их применения. Автором проводится исследование смыслового наполнения данных понятий в различных научных трудах отечественных ученых и выражается собственная точка зрения о целесообразности применения обоих понятий.

При определении рынка ценных бумаг необходимо отметить, что однозначность трактовки данного понятия усложняется тем, что в обиходе используется одновременно два идентичных друг другу по смысловому наполнению понятия – рынок ценных бумаг и фондовый рынок.

В Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» №39-ФЗ от 22 апреля 1996 г. применяется понятие «рынок ценных бумаг», при этом определения ему не дается. В нормативной литературе используется именно понятие «рынок ценных бумаг».

Руководитель Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР) применяет одновременно оба понятия. Так, комментируя подписание Меморандума о взаимопонимании между ФСФР и Комиссией по ценным бумагам и биржевым операциям Республики Кипр от 19 ноября 2008 г. он оперирует понятием «фондовый рынок» [2], ранее же в различных интервью говорит о рынке ценных бумаг [8]. Следует отметить, что большинство чиновников и руководителей объектов инфраструктуры рынка ценных бумаг применяют чаще термин «фондовый рынок».

Следует отметить, что понятие «фондовый рынок» используется и в названиях организаций инфраструктуры рынка ценных бумаг. Например, Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР).

В различных трудах ученых применяются оба понятия.

Галанов В.А. и Басов А.И. [1] оперируют понятием «рынок ценных бумаг», который рассматривается как «совокупность экономических отношений его участников по поводу выпуска и обращения ценных бумаг». Они отмечают, что объектом рынка ценных бумаг является ценная бумага. Эти же авторы упоминают и понятие «фондовый рынок», определяя, что «в литературе, посвященной рынку ценных бумаг, последний часто называется фондовым рынком. Устоявшегося различия между этими понятиями в нашей стране пока нет. Кроме того, что понятие фондового рынка используется как синоним понятия рынка ценных бумаг, существуют и более узкие трактовки его содержания. В частности, фондовый рынок охватывает только ценные бумаги и корпораций, или он является рынком ценных бумаг, которые принято относить к фондовым (капитальным) ценностям». Мы не согласны с позицией Галанова В.А. и Басова А.И., так как, по нашему мне-

нию, понятие фондов более широкое, оно включает в себя не только ценные бумаги.

Миркин Я.М. определяет рынок ценных бумаг, который «...представляет сложную организационно-экономическую систему с высоким уровнем целостности и законченности технологических циклов» [4].

В словаре экономических терминов [5] фондовый рынок и рынок ценных бумаг рассматриваются как синонимы и определяются как часть финансового рынка, связанная с эмиссией и куплей-продажей титулов собственности и долговых обязательств.

Большинство экономистов объясняют одновременное употребление двух понятий как тождественных тем, что «фондовый» рынок является переводным, а «рынок ценных бумаг» – отечественным термином.

На наш взгляд, ни одно из понятий в настоящее время не может отражать сущность определяемых экономических отношений в полном объеме. Как мы отмечали ранее, понятие фондов более широкое.

Под фондами понимается:

- запас, накопление денежных средств, денежный капитал;
- денежные и материальные средства, сосредоточенные в единую совокупность с целью использования их для определенных целей (например, пенсионный фонд).

При этом под денежным капиталом понимается капитал в денежной форме, в виде денежных средств. Образование денежного капитала (денежных инвестиций, капиталовложений) обычно предшествует созданию на его основе физического капитала, средств производства, приобретаемых за счет денежного капитала и образующих производительный, товарный капитал [9]. Таким образом, нельзя, по нашему мнению, ограничивать понятие фондов только ценными бумагами.

Однако понятие ценных бумаг также не охватывает все объекты обращения на анализируемом нами рынке. Следует отметить, что производные ценные бумаги в соответствии с нормативной литературой не являются бумагами, а договорами. Это порождает, на наш взгляд, неоднозначность позиционирования данных бумаг на рынке. Следует уточнить Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», определив статус производных ценных бумаг как «ценные бумаги».

При условии внесения поправок в законодательство более целесообразным, по нашему мнению, будет применение понятия «рынок ценных бумаг», так как им будет определяться в полном объеме все объекты возникающих на нем экономических отношений.

В системе рынка ценных бумаг присутствуют два типа основных элементов:

- первый – объекты рыночных отношений (различные виды ценных бумаг);
- второй – субъекты (эмитенты, инвесторы, финансовые посредники, институты инфраструктуры).

Рынок ценных бумаг отличается от других видов рынков прежде всего обращающимся на нем специфическим товаром – ценными бумагами, которые представляют собой имущественные права на отдельные виды ресурсов (недвижимость, землю, товары, деньги и др.), оформленные в виде документа в соответствии с нормативно-правовыми требованиями и обладающие стоимостью.

На первичном рынке размещаются впервые выпускаемые ценные бумаги; на вторичном рынке происходит их обращение в форме перепродажи. Основной формой организованного, регулярно функционирующего рынка ценных бумаг и других финансовых инст-

рументов служат фондовые биржи. Таким образом, каждому виду ресурсов соответствует определенный вид ценных бумаг, возникший как титул собственности на этот ресурс (рис. 1).

В процессе движения инвестиционных потоков рынки ресурсов реализуются в ценных бумагах:

- товарный рынок – в коносаменты, коммерческих векселях, товарных фьючерсах и опционах;
- рынок земли и природных ресурсов – в акциях, облигациях, обеспечением которых служат данные ресурсы;
- рынок накопленных в производстве инвестиционных ресурсов — в акциях, облигациях, депозитных сертификатах, векселях, чеках; финансовых фьючерсах и опционах.

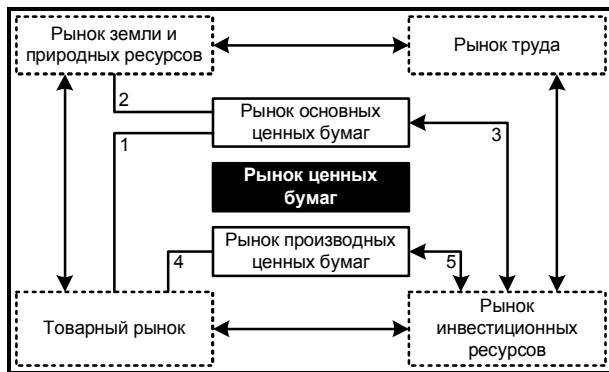


Рис. 1. Взаимосвязь рынка ценных бумаг и с другими рынками экономической системы<sup>1</sup>

Специфику ценных бумаг как товара, по нашему мнению, очень точно определил К. Маркс как «...накопление притязания, юридические титулы на будущее производство, денежная или капитальная стоимость которых либо вовсе не представляет никакого капитала, как в случае государственного долга, либо регулируется независимо от стоимости реального капитала, который они представляют. Денежная стоимость того капитала, который представлен этими бумагами, является совершенно фиктивной» [3].

В ст. 142 Гражданского кодекса РФ дается следующее определение ценных бумаг: «...ценной бумагой является документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении».

Существующее в настоящее время видовое многообразие ценных бумаг влияет на структуру рынка путем формирования иерархических уровней и подструктур внутри самой системы. Так, множество финансовых инструментов составляют подсистемы рынка ценных бумаг (рынок акций, срочный рынок и др.). Появление конкретных видов ценных бумаг приводит к возникновению на рынке специализированных институтов для их обслуживания (например, развитие института регистраторов связано с оборотом именных ценных бумаг; депозитариев – с необходимостью хранения бездокументарных ценных бумаг и учета прав собственности на них и т.д.).

Результатом самоорганизации системы рынка ценных бумаг является также возникновение иерархических уровней структур внутри самой системы. В результате чего среди множества элементов выделяются группы, на долю которых приходится основной

объем капитализации рынка (например, множество акций распадается на несколько групп: ядро рынка корпоративных ценных – бумага blue chips, акции первого и второго эшелона и прочие акции, так называемая, периферия). Для обслуживания таких уровней создается специализированная инфраструктура: биржевые торговые системы обслуживают оборот blue chips и акций первого и второго эшелона, внебиржевая – акции, не вошедшие в биржевой листинг.

Дальнейшая дифференциация структуры приводит к выделению множества отраслевых групп акций: «нефтяных», «энергетических», «связных» и т.д., обязательным условием обособления которых становится наличие лидера отраслевого ядра, в дальнейшем участвующего в развитии своей периферии.

Субъект рынка может находиться либо в позиции покупателя, либо в позиции продавца, либо только обслуживать рыночные процессы. Таким образом, для рынка ценных бумаг можно выделить три основные группы субъектов: клиенты, посредники и специализированные организации инфраструктуры, обслуживающие рынок.

Если для эмитентов и инвесторов рынок ценных бумаг является лишь одним из элементов сферы финансовых услуг (финансирования каких-либо программ, временного вложения капиталов и т.д.), и их профессиональные интересы и основная деятельность лежат вне самого рынка, то финансовые посредники и институты инфраструктуры специализируются на предоставлении услуг для участников рынка. Финансовые посредники обеспечивают связь между инвесторами или эмитентом и инвесторами, осуществляя на рынке брокерскую, дилерскую и трастовую деятельность. Организации инфраструктуры рынка ценных бумаг обеспечивают условия для заключения и исполнения сделок на фондовом рынке, осуществляя регулятивную, торговую, депозитарную, регистраторскую, расчетную, клиринговую, информационную, страховую и другие виды деятельности. Рассмотренная классификация участников рынка ценных бумаг является специфической, т.е. присущей только данному рынку.

Необходимо отметить, что в ряде стран (в соответствии с национальным законодательством и историческими традициями) принято говорить о «брокерах-дилерах» или о «расчетно-клиринговых центрах» и т.п. Однако наименование различных организаций не являются исключительными. Правильнее говорить не о наименованиях конкретных организаций, а видах деятельности (брокерская, дилерская, расчетная, клиринговая, депозитарная, биржевая и т.д.), которые по одному или в сочетании могут осуществляться разными юридическими лицами.

Российское законодательство оперирует следующими терминами:

- дилерская деятельность – дилер;
- брокерская деятельность – брокер;
- деятельность по организации торговли – организатор торговли и фондовая биржа;
- депозитарная деятельность – депозитарий;
- деятельность по ведению реестра – регистратор;
- клиринговая деятельность по ценным бумагам – клиринговый центр;
- расчетная деятельность по ценным бумагам – расчетный центр [6].

При этом допускается совмещение одним юридическим лицом нескольких видов деятельности с опреде-

<sup>1</sup> Источник: составлено автором.

ленными ограничениями. На российском рынке ценных бумаг существуют организации, имеющие различные наименования, но осуществляющие описанные выше виды деятельности в том или ином сочетании.

В основе связей и отношений, реализуемых с участием субъектов, лежит переток денежных средств между различными объектами торговли, из менее инвестиционно привлекательных финансовых инструментов в более привлекательные с точки зрения таких инвестиционных качеств ценных бумаг, как доходность, ликвидность и надежность.

Систему рынка ценных бумаг можно охарактеризовать как открытую, динамическую, материальную, сложную, самоорганизующуюся.

Рассматривая взаимодействие рынка ценных бумаг со средой можно сделать вывод, что для нормального функционирования данной системы должно выполняться условие незамкнутости, т.е. для непрерывного движения денег и информации требуется постоянный обмен системы с внешней средой.

Рынок ценных бумаг как система с многочисленными внутренними и внешними связями имеет такое свойство, как устойчивость. Открытый характер системы рынка в сочетании с изменчивостью внешней среды обуславливает его естественную неравновесность.

Тренд является важной характеристикой рынка и определяет направленность изменения экономических показателей, определяемая путем обработки отчетных, статистических данных и установления на этой основе тенденции экономического роста или спада [5]. Состояние фондового рынка может быть описано тремя трендами:

- повышательным («бычий»);
- понижательным («медвежий»);
- горизонтальным («флэт»).

Развитие рынка ценных бумаг происходит циклически, рыночные ситуации повторяются, что позволяет прогнозировать поведение рынка в определенных ситуациях, а следовательно, и моделировать эти ситуации.

Используя результаты анализа системы, можно ее корректировать, что позволит получить вариант системы с желательными оптимальными параметрами.

Синтезируемая таким образом система рынка ценных бумаг является самоорганизующейся системой с обратной связью. Самоорганизация в направлении оптимизации происходит непрерывно.

Саморегулирование системы рынка ценных бумаг выражается в следующем. При отклонении системы от положения равновесия (например, величина смещения положительна, и система фондового рынка не успевает регулировать, т.е. распределять поступающий поток денег) рынок увеличивает пропускную способность за счет роста цен и ускорения денежных потоков. В результате этого происходит внутренняя деформация структуры системы, и, как следствие, она теряет устойчивость.

Если же величина отклонения отрицательна, то рынок, наоборот, загружен не полностью, цены падают, система снова деформируется. Как и в любой системе, фондовый рынок имеет некоторые предельные значения, при достижении которых система из устойчивой превращается в неустойчивую. За свою недолгую историю российский фондовый рынок несколько раз пережил такие качественные переходы.

Рынок ценных бумаг является сложной системой. Вместе с тем, структура его отражает не все элементы и связи между ними (в случае с простыми объектами понятие системы и структуры практически совпадают), а лишь наиболее существенные компоненты и связи. Из сказанного правомерен вывод: структура характеризует организованность системы, устойчивую упорядоченность ее элементов и связей. Использование единой терминологии позволит проводить качественное и количественное исследование рынка ценных бумаг, его элементов.

### Литература

1. Галанов В.А., Басов А.И. Рынок ценных бумаг: Учебник. – 2-е изд. – М.: Финансы и статистика, 2006. с. 193 (448 с. )
2. Губейдуллина Г. Открытая дорога // Ведомости. – 2008. – 20 ноября.
3. Маркс К. Капитал. – М.: ИПЛ. – Т. 3., ч. 1. – 1978. – С. 516-517.
4. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М.: Перспектива, 1995.
5. Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь. – М.: ИНФА-М, 2006.
6. Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».
7. Mishkin, Frederic S. The economics of money, banking, and financial markets/ Columbia University.-1989. P.47
8. Официальный сайт Федеральной службы по финансовым рынкам // www.fsfr.ru.
9. Официальный сайт информационного агентства Клерк.ру // www.klerk.ru.

### Ключевые слова

Фондовый рынок, рынок ценных бумаг, инвестор, акция, эмитент, финансовый рынок.

*Зуев Валерий Михайлович;  
Молодкин Андрей Юрьевич*

### РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность вопросов, рассмотренных в статье, не вызывает сомнения и заключается в том, что анализ состояния рынка ценных бумаг и его развития в Российской Федерации и в мире в целом является наиболее значимым вопросом для последующего функционирования финансовой системы, особенно если учесть современное состояние финансовых институтов в мире в условиях кризиса.

В статье рассматривается проблема тождественности понятий «рынок ценных бумаг» и «фондовый рынок», определяется сфера их применения. Автором проводится исследование смыслового наполнения данных понятий в различных научных трудах отечественных ученых и выражается собственная точка зрения о целесообразности применения обоих понятий.

Автором четко определяется взаимосвязь и практическая идентичность двух понятий, приводится вывод о необходимости применения единой терминологии для повышения эффективности исследования, а, соответственно, и дальнейшего совершенствования рынка ценных бумаг.

Статья написана на хорошем теоретическом уровне, с использованием новейших данных. В статье корректно дается оценка сопоставимости двух понятий и их практическое применение. Характеризуя работу, необходимо отметить, что избранная автором логика исследования, последовательность и содержание статьи позволяет глубоко и качественно раскрыть тему, что свидетельствует о теоретическом стиле мышления автора, который дает ему возможность делать глубокие обобщения и формулировать умозаключения. Данная статья отвечает требованиям к издаваемым материалам и может быть рекомендована к публикации.

*Ишина И.В., д.э.н, профессор, зав. кафедрой «Финансы и кредит»  
Всероссийской государственной налоговой академии Минфина РФ*

## 8.7. ABOUT THE CONCEPTUAL BASIS OF EQUITY MARKET FORMATION

V.M. Zuev, Doctor of Science (Economic),  
Professor of «Staff Management»;

A.Y. Molodkin, Post-graduate Student of  
«Financial and Credit»

*ALL-Russian State Tax Academy of the Ministry of Finance*

Considered issue is the problem of equality of concepts like «equity market» and «stock market», also it was determined sphere of its adaptation. By the author there was realized research of meaning content of above concepts in different scientific works of domestic scientists, also there was expressed author's own opinion about application expediency of above conceptions.

### Literature

1. V.A. Galanov, A.I. Basov. Equity market: course. 2<sup>nd</sup> publisher. M.: Finance and statistics. 2006. p. – 193 (448p.)
2. G. Gubeidullina. Open road // Vedomosti from 2008/11/20
3. K. Marks. Capital. – M.: IPL. – T.Z., p.1 – 1978. – P. 516-517.
4. Y.M. Mirkin. Securities and stock market. M.: Perspective. – 1995. – p. 13.
5. B.A. Raizberg, L.S. Lozovskij, E.B. Starodubceva. Present economy vocabulary – M.: INFA-M, 2006.
6. Federal Law from 1996/04/22 №39 – FL «About equity market».
7. Mishkin, Frederic S. The economics of money, banking, and financial markets / Columbia University. – 1989. P. 47
8. [www.fsfr.ru](http://www.fsfr.ru) – official site of Federal service by financial markets.
9. [www.klerk.ru](http://www.klerk.ru) – official site of information agency Klerk.ru.

### Keywords

Stock market, equity market, investor, share, issuer, financial market, stock.