# МАРКЕТИНГ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

## 1. Рынок ценных бумаг как объект маркетинга

## 2. Требования к маркетинговым стратегиям

3. Особенности ситуационного анализа и сегментации на рынке ценных бумаг

## 4. Особенности отдельных видов маркетинговых стратегий на рынке ценных бумаг

## 1. Рынок ценных бумаг как объект маркетинга

Маркетинг на рынке ценных бумаг имеет особенности, порождаемые следу­ющими специфическими чертами данного рынка. *Рынок ценных бумаг —* это: очень сложный, объемный, динамичный и высококонкурентный рынок, действия на котором жестко регулируются государством и должны отли­чаться высокой социальной ответственностью, чтобы не вызывать финансовых потрясений;

многотоварный рынок с высокой степенью взаимозаменяемости товаров, основанный на развитой инфраструктуре, сложных информационных техно­логиях, дорогостоящей рабочей силе и затратоемких технических средствах; открытый рынок с растущими объемами трансграничных операций; рынок с массовым потребителем, максимальной дифференциацией финан­совых нужд и финансового искусства клиентуры.

Что касается отечественной практики, то наряду со сказанным это — неликвидный, незначительный по объемам рынок, находящийся на начальной стадии развития, не способный обеспечить прибыльную работу большинства действующих на нем организаций. Фондовому делу в Узбекистане присущи пока исключительно высокие риски, инфляция (резко снижающийся спрос на цен­ные бумаги), политическая и макроэкономическая нестабильность, отсутствие ресурсной базы и полноценной инфраструктуры. Наконец, этот рынок не имеет еще своих признанных лидеров и не располагает поставщиками (эми­тентами), посредниками (инвестиционными институтами) и товарами (цен­ными бумагами), пользующимися общественным доверием.

Таким образом, особенностью и целью маркетинга на российском рынке ценных бумаг является пока не только и не столько поддержание или рас­ширение доли рынка, сколько просто «выживание» самого рынка в целом и лиц, профессионально на нем действующих. Однако масштабная прива­тизация, массовое учредительство новых акционерных обществ, сеньюритизация государственного долга вызвали с конца 1992 г. выброс на рынок новых ценных бумаг, что способствовало выводу его из кризисного состояния.

Другими особенностями рынка ценных бумаг, влияющими на организацию маркетинга на нем, являются социально-культурные традиции и демог­рафические факторы.

Что касается первой особенности, то 70-летний период существования директивной экономики в Узбекистане искоренил культурные навыки операций с ценными бумагами. Декретированное уничтожение всех ценных бумаг и обя­зательств по ним в 1917—1918 гг., повторное прекращение их обращения в 30-х годах, долгая ‘практика принудительного инвестирования средств насе­ления в государственные облигационные займы, наконец, бытовавшее отно­шение к ценным бумагам как к спекулятивному и фиктивному капиталу — все это сформировало отрицательную реакцию населения на ценные бумаги как на товар.

Демографические факторы влияют на российский рынок ценных бумаг и организацию маркетинга на нем как в позитивном, так и в негативном плане. Старение населения и падение рождаемости предполагают возраста­ние в перспективе консервативной модели поведения потребителей на рынке. Вместе с тем важную роль в становлении нашего рынка ценных бумаг будут играть: высокий исходный уровень образования населения; быстрое имущественное и подоходное расслоение; быстрое проникновение потреби­тельских стандартов из индустриальных стран, включая ориентацию на гра­мотное инвестирование. *Товаром на рынке ценных бумаг* являются: ценные бумаги;

услуги по поводу выпуска и обращения ценных бумаг; информация и другая научно-техническая продукция; нематериальные активы, связанные с выпуском и обращением ценных бумаг;

товарно-материальные компоненты рынка.

Важнейшей «товарной» особенностью рынка ценных бумаг является то, что он находится в постоянной конкуренции со смежным — кредитно-бан­ковским рынком. Их товары — перераспределение денежных ресурсов по­средством кредита и выпуска ценных бумаг — оказываются взаимозаменяе­мыми. Соответственно конкурентность повышает степень агрессивности и ри­скованности, присущих рынку ценных бумаг.

Производителями товаров и услуг на рынке ценных бумаг выступают: *эмитенты —* «поставщики» ценных бумаг на рынок; *инвестиционные институты —* профессиональные участники рынка цен­ных бумаг, предоставляющие комплекс услуг, информации и научно-техни­ческой продукции по продвижению ценных бумаг на первичный рынок и их вторичному обращению, трастовому управлению портфелями ценных бумаг;

*специализированные организации* по оказанию услуг учета, хранения и совершения расчетов за ценные бумаги;

*производители* бланков ценных бумаг, специализированного оборудова­ния, оргтехники и т.п.;

*банки и страховые организации,* предоставляющие кредитно-страховые услуги, обеспечивающие обращение ценных бумаг и т.п.

В качестве потребителей на рынке ценных бумаг выступают, в первую очередь, инвесторы (по поводу основного товара рынка), затем инвестици­онные институты (по поводу различного рода вспомогательных услуг, спе­циализированного оборудования, бланков ценных бумаг и т.п.).

Кроме обычной классификации потребителей, принятой при организации маркетинга (по географическому размещению, доходности, социокультурной ориентации, нахождению на той или иной стадии жизненного цикла и т.п.), на рынке ценных бумаг выделяется особая группа потребителей-инвесторов, отличающаяся крупными объемами и предназначением в фондовых опера­циях. Это — так называемые институциональные инвесторы, т.е. организа­ции, имеющие в силу характера своей деятельности постоянные и значитель­ные излишки денежных средств и инвестирующие их на постоянной и профессиональной основе в ценные бумаги. К ним относятся: страховые компа­нии, пенсионные фонды, инвестиционные компании, специализированные об­щественные фонды и т.п. Назначение институциональных инвесторов — в аккумулировании многих мелких сбережений и укрупнении их, направлении собранных средств на инвестиции в крупные пакеты ценных бумаг. По сути дела институциональные инвесторы — это оптовые покупатели на рынке ценных бумаг.

## 2. Требования к маркетинговым стратегиям

В связи с обширностью анализируемой проблемы в дальнейшем будем рассматривать вопросы маркетинга, только самих ценных бумаг и связанных с ними услуг по обеспечению их выпуска и вторичного обращения.

Общие требования к маркетинговым стратегиям определяются сделанным выше анализом особенностей рынка ценных бумаг, ситуацией на этом рынке в Узбекистане, а также рассмотренными характеристиками товаров, обращаю­щихся на фондовом рынке. Коротко сформулируем основные требования.

1. Операторы рынка ценных бумаг должны ориентироваться на обслу­живание всего жизненного цикла ценной бумаги, сопровождать ее движение от момента выпуска до изъятия из обращения.

2. Потребительские качества ценных бумаг как товара выражаются преж­де всего в их способности приносить доход (процент, повышение курсовой стоимости), а также служить титулом собственности на реальные активы (инструментом влияния, властных полномочий). Однако эти потребительские качества находятся в значительной зависимости от рисков, которые испыты­вают ценные бумаги и те объекты, оценку и имущественные права на ко­торые они отражают. Соответственно любая маркетинговая стратегия на фондовом рынке должна создавать такие комбинации доходности, динамики курсовой стоимости и определенного уровня риска, которые, будучи в опре­деленных ценных бумагах, удовлетворяют потребительским ожиданиям той или иной конкретной группы инвесторов.

3. Ценная бумага является продуктом, имеющим множество модифика­ций, каждая из которых может быть направлена на удовлетворение инте­ресов конкретной группы инвесторов (покупателей). Вместе с тем индивиду­альность, модифицируемость ценной бумаги как товара должны сочетаться с ее стандартностью, соответствием установленным видам ценных бумаг, правилам их выпуска и обращения, определенным законодательством. Только такой финансовый продукт может считаться хорошо регулируемым и, сле­довательно, пользоваться доверием и спросом у публики.

Таким образом, маркетинговые стратегии должны обеспечить сочетание стандартности с приданием ценным бумагам индивидуальных свойств. Осо­бое внимание к этому эмитентов и инвестиционных институтов позволяет конструировать такие финансовые продукты, которые находят своего потре­бителя даже в тяжелые инфляционные и кризисные времена (когда интересы инвесторов крайне деформируются).

4. Обладание товаром — ценной бумагой — в условиях российской эко­номики связано с очень высокими значениями рисков. Поэтому наиболее успешными будут те маркетинговые стратегии, которые позволяют понизить риски для потребителя (системы компенсаций потерь, особые меры, обеспе­чивающие ликвидность ценной бумаги, жесткое финансовое саморегулиро­вание, осуществляемое эмитентами и инвестиционными институтами).

5. В настоящее время в российской практике наиболее выигрышными должны быть агрессивные маркетинговые стратегии (шаенно они адекватны пустому и неликвидному фондовому рынку, начальному периоду его станов­ления при масштабной приватизации, глубокой структурной перестройке хо­зяйства, сочетающейся с кризисом и инфляцией). При этом следует обеспе­чить жесткое финансовое и операционное саморегулирование, снижающее риски для операторов рынка ценных бумаг и инвесторов (введение норм достаточности капитала, управление ликвидностью, качеством активов, при­быльностью и т.п.).

Более общий (чем в п.4) подход к определению маркетинговых стратегий в зависимости от динамики развития рынка ценных бумаг представлен в табл.

6. Важным требованием к маркетинговым стратегиям на фондовом рынке (отчетливо выраженным в зарубежной практике) является усиление универ­сальности в операциях с ценными бумагами.

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Стадия развития |  | Типы | стратегий |  |
| рынка ценных бу­маг | Удержание рынка (улучшение пози­ций по существу­ющему товару на существующем рынке) | Продуктовая экспансия (расширение про­даж существующих товаров) | Экспансия рын­ков (новые рынки по уже существу­ющему товару) | Диверсификация (экспансия) на но­вые рынки с новыми продуктами |
| Начальный этап становления рынка |  |  |  | + |
| Стабильное развитие рынка | + | + | + | + |
| Сужение и пере­ход к кризисному состоянию рынка | + |  |  |  |

3. Особенности ситуационного анализа и сегментации на рынке ценных бумаг

Информационное обеспечение. Для ситуационного анализа обычно ис­пользуются: а) биржевая пресса и издания, специализирующиеся на конк­ретных сегментах рынка ценных бумаг, б) данные саморегулирующихся организаций (ассоциаций и объединений инвестиционных институтов и про­фессиональных инвесторов); в) подсистемы финансового рынка национальных и международных информационных систем (типа «Рейтер»); г) данные ана­лиза и публикации рейтинговых агентств (рейтинг эмитентов, рейтинг ценных бумаг); д) аналитическая информация, подготовленная собственными иссле­довательскими отделами; е) информация инвестиционных консультантов; ж) собственные публикации эмитентов и инвестиционных институтов; э) базы данных. Традиционно сложилось (пока, к сожалению, не в нашем практике), что рынок ценных бумаг является одной из самых информационно и ана­литически насыщенных сфер деятельности. Рассмотрим особенности ситуационного анализа.

1. Общая макроэкономическая обстановка. Ценные бумаги — товар, тре­бующий макроэкономической стабильности. На данном этапе анализируются страховые, политические, законодательные, инфляционные и иные риски, оп­ределяющие, стоит ли вообще вкладывать деньги в ценные бумаги или вести с ними операции. Фондовые ценности намного быстрее теряют свою сто­имость и потребительную стоимость, чем другие товары. Ситуационный ана­лиз на макроэкономическом уровне должен учитывать также, на какой стадии экономического цикла находится страна.

Важнейшей компонентой макроэкономического окружения, глубоко влия­ющей на рынок ценных бумаг, является инфляция. Ее высокий уровень, а тем более гиперинфляция способны разрушить даже самые развитые фон­довые рынки. Важно учитывать и тот вклад, который вносят в инфляционный климат и спрос на ценные бумаги такие регуляторы, как налоги, монетарная политика, регулирование цен, доходов, стимулирование инвестиционной ак­тивности и т.п. В конечном итоге важно исходить из общей оценки благо­приятности инвестиционного климата, объема и динамики платежеспособного спроса на ценные бумаги.

2. Ситуация на фондовом рынке. В сферу анализа должны входить: ста­дия развития фондового рынка; текущее состояние фондового рынка; крат­косрочные изменения (мода на те или иные ценные бумаги, сезонные колебания); влияние и конкуренция рынков товаров-«заместителей» (кредит­ный рынок), объемы перераспределения ресурсов через бюджет.

3. Отраслевой разрез в анализе фондового рынка. Объектом анализа являются: стадия жизненного цикла отрасли, поскольку она прямо влияет на курсовую стоимость ценных бумаг, эмитируемых в данной отрасли; ус­тойчивость отрасли к макроэкономическим циклам — соответственно курсо­вая стоимость ценных бумаг более устойчивых отраслей менее подвержена нежелательным колебаниям на кризисных стадиях макроэкономического цик­ла.

4. Региональный разрез в ситуационном анализе фондового рынка. Об­ласть анализа включает: стадию жизненного цикла экономики региона; ус­тойчивость экономики региона к средне- и краткосрочным макроэкономиче­ским колебаниям; специфические региональные риски; влияние конкуренции смежных регионов. Все указанные факторы могут вызвать положительную или отрицательную динамику рынка ценных бумаг в регионе и соответст­вующих фондовых ценностей на общенациональном рынке.

5. Демографические и социально-культурные факторы в анализе рынка ценных бумаг. Наиболее общим вопросом ситуационного анализа является склонность населения к сбережению средств, которая существенно отлича­ется в экономиках различных стран (измеряется долей расходов на сбере­жения в общей сумме расходов населения). Известны страны с традиционно высокой склонностью населения к сбережениям (например, Япония), что со­здает широкую ресурсную базу для операций с ценными бумагами. В пределах общей склонности к сбережениям очень важными оказываются тра­диционные предпочтении, которые отдаются населением сбережениям в бан­ках, вложениям в ценные бумаги или, например, инвестициям в золото. Так, в Узбекистане население традиционно ориентировано на вложение средств в сбе­регательный банк (считалось, что в нем его средства наиболее сохранны) и испытывает стойкое недоверие к государственным ценным бумагам.

Следующей основной градацией, возникающей в ситуационном анализе рынка ценных бумаг, являются возрастные, «поколенческие» различия в по­требностях людей применительно к ценным бумагам. Речь идет о степени риска, который способны принять люди различных поколений. Младшее поколение в большей мере ориентировано на вложения в более рискованные ценные бумаги, связанные зачастую с инновационными проек­тами и способные принести более высокий доход (повышенные проценты, скачкообразное повышение курсовой стоимости ценных бумаг в случае удач­ного проекта). И, наоборот, старшее поколение предпочитает (в стабильных индустриальных экономиках) вложения в низкорискованные ликвидные бу­маги со стабильной курсовой стоимостью. При этом люди старшего возраста обычно ориентируются не столько на приращение, сколько на сохранение накопленных за всю жизнь сбережений, придавая меньшее значение вели­чине выплачиваемых процентов (по таким бумагам процент, как правило, ниже).

Еще один важнейший подхода ситуационном анализе фондового рынка связан с социально-культурной оценкой инвестора как «квалифицированно­го» или как не обладающего специальными знаниями, стандартами поведе­ния и требованиями в мире ценных бумаг.

К категориям *квалифицированных инвесторов* обычно относят людей, имеющих высокий уровень доходов (и, как правило, образования), лиц твор­ческих профессий, группы, принадлежащие к среднему классу и имеющие высокий уровень образования, и т.п. Как правило, квалифицированные ин­весторы предъявляют спрос не только и не столько на стандартные товары и услуги в мире ценных бумаг. Они требуют создания специализированных продуктов узко группового и даже индивидуального характера, позволяющих проводить сложные стратегии по управлению личными финансовыми акти­вами. Именно в этой группе возникает, например, потребность в управлении персональным портфелем ценных бумаг, в создании сложных смешанных портфелей и трастовых счетов с одновременным предложением банковских услуг в ежедневном брокерском обслуживании, консультационном и инфор­мационном обеспечении и т.п. Именно данная группа лиц наиболее продви­нута в использовании компьютерных сетей для решения личных финансовых вопросов (банковское и брокерское дело на дому). Кроме того, она иници­ирует потребность в совершении разовых сложных сделок с ценными бума­гами, имеющих нестандартные условия. Для этой группы важнейшее значе­ние имеет выпуск ценных бумаг — престижных финансовых продуктов (типа «золотая акция»).

Что касается неквалифицированных инвесторов (слои населения с наибо­лее низкими доходами), то они предпочитают наиболее простые, стандартные и мелкономинальные финансовые продукты, имеющие массовые серии.

6. Технологические факторы в анализе рынка ценных бумаг. Рынок цен­ных бумаг (равно как и банковский) является одним из наиболее техноло­гически насыщенных. В международной практике очень быстро повышается удельный вес ценных бумаг, которые существуют только в форме записей по счетам в компьютерных базах данных. Все информационно-аналитическое обеспечение рынка, раскрытие информации, являющееся одним из его осно­вополагающих принципов, основаны на использовании компьютерных систем. Соответственно маркетинг ценных бумаг не может не ориентироваться на создание компьютеризированных финансовых продуктов, на все более глу­бокую персонализацию обслуживания клиентов, на полностью компьютерные рынки ценных бумаг.

7. Другие аспекты ситуационного анализа. Очень часто проводится анализ рынков и отдельных их сегментов по: видам ценных бумаг; регионам; кон­кретным эмитентам; применяемым технологиям; сегментам рынка, регули­руемым различными государственными органами; видам фондового рынка (первичный, вторичный, биржевой, внебиржевой, прибиржевой и т.д.).

8. Анализ микроэкономической ситуации. Обычно на этом уровне изуча­ют: клиентуру, конкурентов, собственное финансовое состояние, качество ус­луг, активов, управление персоналом и иными ресурсами, результаты ранее выбранной маркетинговой политики. В качестве примера приведем возмож­ную форму опросного листа клиентуры — юридических лиц:

### 2. Продажа по пору­чению

3. Информационное, ме­тодическое, правовое, аналитическое и кон­сультационное обслу­живание, услуги по сопровождению опе­раций с ценными бу­магами

4. Посредничество в организации выпуска и первичном размеще­нии ценных бумаг

5. Осуществление рас­четов по ценным бу­магам по поручению

6. Перерегистрация цен­ных бумаг на условное имя

7. Хранение, охрана и пересылка ценных бу­маг по поручению и т.д.

Особенности сегментации рынка ценных бумаг. Так же, как и на других рынках, сегментация, т.е. выделение групп потребителей со специфическими потребностями, проводится по географическому, демографическому и психогра­фическому (для населения), отраслевому (для предприятий) критериям, а также по критериям интенсивности использования продукта и ожидаемых от него потребителем выгод. Пример такой сегментации приведен в табл.

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Типы клентов.  Лиентов | | | |
|  | Сегмент квалифицирован­ных инвесторов | Сегмент осторожных инвесторов | Сегмент инвесторов, ценя­щих свое время | Сегмент инвесторов «дождливого дня» |
| Основная выгода, преследуемая инвестором | Наиболее высокая доходность на каж­дый инвестирован­ный доллар | Уверенность в бе­зопасности денег | Удобства | Отложить деньги на черный день |
| Демографические характеристики | Высокий уровень образования и про­фессионализма в своем деле, верхняя группа менеожмен-та, наибольшие до­ходы | Менее образован­ные, более старшие по возрасту груп­пы, с меньшим до­ходом | Супруги, имеющие детей, оба зараба­тывают | Менее образован­ные, «синие во­ротнички» (рабочие) |
| Социально-психо­логическая харак­теристика | Наиболее высокий социальный класс, продвижение вверх «по социаль­ной лестнице» | Низшие социальные классы | Средний класс | Низшие социальные классы |
| Специальные поведенческие характеристики | Намерены показать другим свою финансовую проницательность, «обыграть» ин­фляцию | Консервативный стиль поведения | Всегда заняты, очень активны в делах своего горо­да и т.д. | Консервативный стиль поведения, внимательное планирование и бюджетирование своих расходов |
| Предпочитаемые инвестиционные инструменты (в ми­ре ценных бумаг) | Акции, облигации, ценные бумаги со­вместных фондов | Низкорнскованные государственные облигации (казна­чейские векселя и ноты) | Ценные бумаги со­вместных фондов, фондов денежного рынка | Ценные бумаги со­вместных фондов |

##### **4. Особенности отдельных видов маркетинговых стратегий на рынке ценных бумаг**

*Продуктовая стратегия.* Выше указывалось, что любая ценная бумага как товар — это уникальный финансовый продукт, обладающий индивидуальными характеристиками, позволяющими удовлетворить специфические потребности той или иной группы инвесторов.

Даже на начальных этапах становления российского рынка ценных бумаг возможны все виды продуктовых стратегий.

*Продуктовая экспансия.* Например, на нашем рынке не нашли рас­пространения такие многообещающие виды ценных бумаг, как облигации пред­приятий, сберегательные сертификаты и т.д. Из примерно 40 базовых групп услуг по выпуску и обращению ценных бумаг инвестиционными институтами предоставляется не более 5—7. При определении возможностей продуктовой экспансии необходимо учитывать, на каком этапе жизненного цикла находится тот или иной конкретный вид ценной бумаги — чеки и векселя (угасание), депозитные и сберегательные сертификаты (устойчивый рост), фи­нансовые фьючерсы (начальный этап, стремительное развитие).

*Продуктовое сжатие.Ф*ондовый рынок сейчас пестрит суррогатам ценных бумаг, выпущенными в обход законодательства. Квалифицированные эмитенты должны будут своевременно начать сжатие выпуска этих финан­совых инструментов, чтобы удержаться на рынке стандартных, хорошо ре­гулируемых ценных бумаг, признанных в международной практике.

*Продуктовое репозиционирование.* Когда эмитентом объявляется, что приобретение его ценной бумаги — лучший способ защиты от инфляции или что только она дает право на покупку, скажем, нефти по стабильным ценам, то этим осуществляется ее репозиционирование от аналогичных цен­ных бумаг — акций, облигаций и т.п.

*Продуктовая модификация.* Наряду с продуктовой экспансией это вто­рая важнейшая стратегия при современном состоянии рынка ценных бу­маг в Узбекистане. Высокая инфляция и кризис, неприученность инвесторов к вложениям средств в ценные бумаги, высо­чайшие значения рисков на микроэкономическом уровне (риска невозврата долга, процентного риска и т.д.) — все эти факторы требуют, чтобы эми­тенты и инвестиционные институты с особой тщательностью конструиро­вали условия выпуска и обращения ценных бумаг в Узбекистане, находили такие их модификации, которые соответствовали бы интересам инвесторов в данный период.

Рассмотрим возможные характеристики ценных бумаг, которые позволяют решить указанную задачу. Стандартными целями инвестирования в стабильных рыночных экономи­ках являются: получение процента; сохранение капитала; обеспечение при­роста капитала (на основе роста курсовой стоимости ценных бумаг). В наших условиях (дефицитная инфляционная экономика с падающим объ­емом производства и углубляющимся процессом изменения структуры собст­венности) система целей инвестора видоизменяется и выглядит следующим образом: сохранность капитала; приобретение ценных бумаг, которые по усло­виям обращения могут заменять наличность; доступ через приобретение ценных бумаг к дефицитной продукции, услугам и правам; расширение сферы влияния и перераспределение собственности; спекулятивная игра в условиях неста­бильного рынка; производные цели (страхование рисков и т.п.).

Приведем конкретные примеры продуктовых стратегий, которые соответ­ствуют целям инвесторов и позволяют создать ценные бумаги, пользующиеся успехом даже в тяжелые времена

Виды интересов инвесторов

Виды ценных бумаг, созда­ваемых продуктовыми страте- комментарии

1. Сохранность и приращение капитала:

денежное компенсирование при инфляционном обесценении про­центных выплат и основной сум­мы обязательств по ценной бу­маге

1. Любые ценные бумаги (акции. облигации, депозитные сертифи­каты, векселя) с индексацией но­минала и/или уровня про
2. цента по ним на основе привязки к: общему индексу цен; индексу розничных цен; индексу цен на конкретный товар (золото, цемент, электроэнергия, хлеб и д.д.),

индексу изменения стоимости потребительской корзины; валютному курсу (в отношении валюты, курс которой к наци­ональной денежной единице стабильно растет):

рыночной оценке золотых мо­нет;

изменению стоимости залога (если выпускаются долговые обязательства, обеспеченные залогом).

2. Любые ценные бумаги с пла­вающей (рыночной) ставкой про­цента

3. Любые ценные бумаги, компенсирующие потери от инфляции иными способами:

с высокой фиксированной став­кой процента;

Условия обращения ценной бу­маги содержат механизм ком­пенсации инвестору потерь, ко­торые он несет от инфляции, в меру динамики последней.

Ожидается, что повышение ры­ночной ставки процента в меру роста инфляции отразит инфля­ционные ожидания инвесторов в отношении процента и основной суммы обязательства, выражен­ного ценной бумагой.

первичное размещение ценных бумаг -дисконтом против с номинала;

Ставка процента должна быть достаточно высокой, чтобы ком­пенсировать ожидаемые инф­ляционные потери.

Размер дисконта должен быть достаточно высоким, чтобы ком­пенсировать ожидаемые инфляционные потери.

4. Любые ценные бумаги, пре­доставляющие права покупки продукции, использования иму­щественных и неимущественных прав по льготным ценам:

выплата процентов и пога­шение основной суммы долга продукцией н услугами по сниженным против рыночных ценам;

предоставление права при­обретения продукции или услуг владельцам ценной бумаги по льготным ценам;

прием ценной бумаги в залог (если, например, ее эмитент — банк) и соответственно выдача кредита под льготный процент. Любые ценные бумаги, в отношении которых эмитенты или связанные с ними третьи лица гарантируют их обратное приобретение по требованию инвестора

5. Любые ценные бумаги эми­тентов, производящих дефицит­ную продукцию, обладающих реальным имуществом или ре­альными правами пользования, имеющих спрос на рынке, а также находящихся в хорошем финансовом состоянии (в част­ности, не зависящих от бюд­жета при сокращении бюд­жетного финансирования)

6. В наших условиях ценные бумаги (облигации н акции) выстраиваются вдоль шкалы изменения инвестиционных ка­честв (рисков, ликвидности, доходности). Перечислим, одна­ко, некоторые виды ценных бумаг, способных обеспечить дополнительные гарантии со­хранности капитала:

Размер компенсации должен соответствовать указанным тре­бованиям.

Размер ценовой скидки должен полностью или частично ком­пенсировать инфляционные по­тери инвестора.

Такая гарантия направлена на обеспечение сохранности капи­тала н покрытие, хотя бы ча­стичное, потерь от обесцени­вания вложений в ценные бу­маги. Ценные бумаги таких эмитен­тов имеют большие шансы пережить длительное падение курсов ценных бумаг.

Все ценные бумаги, которые могут выпускаться на предъ­явителя: облигации: государственные долговые обязательства (при выпуске их на предъявителя);

векселя;

чеки;

депозитные и сберегательные сертификаты банков.

«Платежность» ценной бумаги увеличивается, если есть воз­можность выпуска ее сроком платежа до востребования.

Векселя, в которых содержатся указания на векселедержа­теля, могут обращаться по индоссаменту. Могут обращаться не только чеки на предъявителя, но и именные — по индоссаменту Хотя запрещено использовать эти ценные бумаги в качестве расчетного или платежного средства, сама возможность вы­пуска депозитных и сберега­тельных сертификатов на предъявителя и до востребо­вания делает неизбежным их применение как платежного средства.

Любые ценные бумаги, по ко­торый:

дивиденды, проценты выпла­чиваются в натуральной фор­ме (продукцией, услугами и т.п.);

собственникам дается право приобретения продукции или услуг эмитента на льготных основаниях (льготная цена. первоочередное право приоб­ретения, льготы по количеству и т.п.);

передаются имущественные и неимущественные права, поз­воляющие инвестору вести соб­ственную прибыльную для него деятельность.

Акции и производные от акций бумаги (опционы акций, фью­черсные контракты с акциями, варранты), обеспечивающие; создание дочерних компаний; создание холдинговых струк­тур и системы перекрестного участия;

консолидацию средств для создания совместной с парт­нером структуры;

поглощение или объедине­ние, разделение;

создание акционерных обще­ств, инвестиционных фондов и компаний в качестве субъектов приватизации — приобретателей имущества.

**Ценовая стратегия.** Прежде всего укажем на особенности установления цен на рынке ценных бумаг:

- спрос на ценные бумаги не является эластичным по сравнению с изме­нением цен на них. Дело в том, что по укоренившимся представлениям падение курса (цены) ценной бумаги свидетельствует о неблагоприятном положении эмитента, о возможном невыполнении обязательств по ценной бумаге. Соответственно, когда падает курс ценных бумаг, обычно начинается их массовый сброс, продажа. И, наоборот, когда курс растет, они начинают активно покупаться;

- курсы (оценка) ценных бумаг постоянно фиксируются на рынке и, являясь индикатором экономического положения страны, размещаются в основной прес­се и специальных изданиях; участники рынка имеют данную информацию в реальном масштабе времени. Открытость и доступность информации о ценах дает дополнительные возможности для проведения ценового анализа и од­новременно сообщает курсам ценных бумаг высокую неустойчивость;

- неустойчивость курсов ценных бумаг (т.е. цен на них) намного выше, чем у других товаров, при этом механизм установления цены более сложен. Так, базой курса ценной бумаги является оценка ее настоящей стоимости, однако цена колеблется в очень больших пределах — исходя из оценки рисков, которые несет в себе эта ценная бумага. На курс влияет множество иных факторов вплоть до слухов об отставке влиятельных политических лиц и т.д.;

- существуют товары — прямые заменители ценных бумаг, являющиеся объектом инвестиций и позволяющие инвесторам достичь тех же целей (со­хранность и приращение капитала). Это — страховые полисы и прямые вклады в банки и ссудо-сберегательные учреждения. Такая тесная взаимо­заменяемость создает сильнейшую конкуренцию между отраслью ценных бу­маг, банковской и страховой индустрией, что прямо отражается на ценовых решениях, принимаемых на фондовом рынке:

- ценные бумаги как товар имеют двойную цену: номинальную и факти­ческую (курсовая стоимость). В связи с этим ценовая стратегия имеет своими объектами две (номинальную и фактическую) цены и отношение между ними. Например, именно учету психологических свойств потребителя ‘был обязан своим появлением целый класс ценных бумаг — зерокупоны (США). Они выпускаются с дисконтом, т.е. по курсовой стоимости ниже номинала, а процент по ним выплачивается в виде разницы между курсовой и номи­нальной стоимостью (которая погашается в момент истечения срока ценной бумаги). Здесь было учтено желание потребителя купить товар значительно ниже объявленной цены, со скидкой;

важным элементом ценообразования на ценные бумаги является пакети­рование цен на них с ценами на услуги инвестиционных институтов по их выпуску и обращению.

Несмотря на сложность ценообразования, сохраняются возможности для проведения ценовых стратегий на фондовом рынке.

В стабильно работающих экономиках может пользоваться успехом мани­пулирование номиналом ценной бумаги (например, выпуск мелкономиналь-ных облигаций для мелких держателей, как это произошло в США в 80-е годы; выпуск ценных бумаг мелкого номинала с неустойчивым курсом для инвесторов, ориентирующихся на спекулятивные операции; выпуск крупно-номинальных, мелкосерийных ценных бумаг, пользующихся особым прести­жем, для квалифицированных инвесторов высшего класса). В таких инфляционных экономиках, как российская, особое значение приобретают правильное определение величины номинала, соотвествующей возможностям инвестиционного спроса, и периодическая деноминация ценных бумаг.

Приведем примеры ценовых стратегий.

Установление цен по принципу «снять сливки». В 1991 г. в период ажи­отажного спроса именно так формировались цены на акции бирж и инве­стиционных компаний (в 2—4 раза выше номинала).

**Цены проникновения.** В наибольшей степени этому подходу соответство­вала оценка облигаций 30-летнего государственного займа для юридических лиц. Данные облигации продавались с лета 1992 г. со скидкой 40—50% против номинала при полной гарантии возвратности сумм, вложенных в них, со стороны Центрального банка.

Установление цены на основе калькуляции затрат. Затратные цены рас­считываются эмитентами и инвестиционными институтами как нижний пре­дел цен на фондовые инструменты.

Цены персональных взаимоотношений с клиентом. Возможность приема ценной бумаги в залог, установленная банком-эмитентом, снижение тарифов банковских услуг для владельцев акций, возможность получения наличных при сниженной плате за услуги для инвесторов, вложивших деньги в депо­зитные сертификаты, налоговые льготы по государственным бумагам — эти и другие примеры льгот направлены на создание специального климата в отношениях с клиентом.

Цены изменения поведения. В качестве примера можно взять цены пер­вого выпуска государственных краткосрочных облигаций. По сумме гарантий последние являются ликвидной, низкорискованной ценовой бумагой, что обычно служит основанием уменьшения доходности. Однако доходность по ним была установлена на уровне, примерно равном другим инвестициям (около 100% годовых), что должно было содействовать формированию ус­тойчивого интереса к этим ценным бумагам.

Дистрибьюторная стратегия. К сожалению, в нашей практике еще не стал общепринятым взгляд на ценные бумаги и связанные с ними услуги как на специфический товар, требующий физического дистрибьютирования. Обычным является подход к деятельности в этой области, как к «операциям», не связанным с необходимостью системы продаж. Вместе с тем ценные бу­маги — это особо сложный товар, не являющийся жизненной необходимо­стью. Услуги, связанные с его выпуском и обращением, могут носить весьма сложный и мистифицированный характер. Поэтому индустрия ценных бумаг требует тщательно построенной системы дистрибьютирования.

*Физическое дистрибьютирование* обычно происходит через систему аген­тов по продажам (в американской практике — так называемых зарегист­рированных представителей), далее через «фронт-офисы» инвестиционных фирм (структурные подразделения по контактам с клиентами и приему за­казов) и, наконец, через операционные подразделения инвестиционных фирм. Сохраняется разделение между последними в качестве «оптовых» (работа­ющих с бизнесом) и «розничных» (обслуживающих население). Во все боль­шей мере инструментом физического дистрибьютирования становится автоматизированное рабочее место (АРМ) клиента, соединенное в вычисли­тельной сети с АРМом инвестиционной формы.

*Персональный инвестиционный посредник.* Данная концепция, равно как и «персональное банковское дело», стала общепринятой для построения си­стемы продаж финансовых товаров и услуг. Это означает, что организаци­онная структура инвестиционной фирмы построена по принципу «один клиент — один служащий», при этом последний отвечает за предложение всего цикла услуг и портфеля ценных бумаг, которыми располагает фирма. Данный подход не исключает также, что фирма одновременно для ряда категорий клиентов будет иметь систему продаж, построенную по продук­товому, отраслевому, региональному и иным признакам;

*Система перекрестных продаж* финансовых продуктов, совместное пред­ложение различных видов ценных бумаг и связанных с ними услуг, банков­ских и страховых продуктов наряду с ценными бумагами, перекрестное предложение одних и тех же финансовых продуктов в различных отделах инвестиционной фирмы — все это позволяет осуществлять успешное дистрибьютирование в отрасли ценных бумаг.

Финансовые институты особое значение в обеспечении продаж придают рекламе. Проведем аналогию между инвестиционными институтами (по ним нет данных) и наиболее близкими к ним по составу услуг коммер­ческими банками. В крупных банках США (активы от 1 до 5 млрд. долл.) в середине 80-х годов в общей структуре маркетингового бюджета расходы на рекламу составляли 70%, «паблик рилейшнз» — 13%, обеспечение про­даж (различного рода публичные мероприятия, семинары, льготы крупным клиентам и т.д.) — 10%, учебные программы — 1%, маркетинговые иссле­дования — 3%, остальные — 3%.

Реклама ценных бумаг принимает самые изощренные формы, при этом предъявляются особые требования к достоверности информации. Достовер­ное, объективное и честное раскрытие информации является одним из фун­даментальных принципов рынка ценных бумаг и особо защищается законом, обеспечивая равный доступ инвесторов и других участников фондового рынка к данным о возможных рисках в инвестициях.