**СОДЕРЖАНИЕ**

Введение 3

Глава 1. Теоретические вопросы функционирования рынка государственных ценных бумаг 9

1.1 Сущность рынка государственных ценных бумаг 9

1.2 Характеристика ценных бумаг государственного внутреннего займа РФ и субъектов РФ 13

1.3 Доходность и ликвидность государственных ценных бумаг 28

Глава 2. Анализ развития рынка государственных ценных бумаг 37

2.1 Анализ структуры рынка государственных ценных бумаг 37

2.2 Динамика операций с государственными ценными бумагами 45

2.3 Анализ доходности и ликвидности ГКО-ОФЗ 57

Глава 3. Перспективы и пути повышения эффективности рынка государственных ценных бумаг 64

3.1 Перспективы развития рынка государственных ценных бумаг 64

3.2 Основные направления повышения эффективности рынка 78

Заключение 84

Список использованных источников 87

Приложение 91

# ВВЕДЕНИЕ

В современной рыночной экономике одним из основных эмитентов ценных бумаг, как известно, становится государство (чаще всего в лице казначейства). Во всем мире централизованный выпуск ценных бумаг используется в качестве инструмента государственного регулирования экономики, а в более узком плане как рычаг воздействия на денежное обращение и управление объемом денежной массы, средство неэмиссионного покрытия дефицита, государственного и местного бюджетов, способ привлечения денежных средств предприятий и населения для решения конкретных задач. Накоплен богатый опыт моделирования и выпуска разнообразных финансовых государственных обязательств, отвечающих потребностям и запросам различных инвесторов - потенциальных вкладчиков в государственные ценные бумаги.

Как известно, переход России от централизованной плановой экономики к рыночным отношениям изменил отношения собственности, структуру и механизм функционирования хозяйствующих субъектов, формы финансовых связей между ними, степень заинтересованности всех слоев общества в результатах хозяйственной деятельности. Все это вызвало необходимость создания эффективно действующего финансового рынка, позволяющего привлечь в экономику страны инвестиционные ресурсы. Составной частью финансовой системы государства является фондовый рынок. Фондовый рынок это рынок, на котором в качестве товара выступают ценные бумаги. Ценные бумаги фиксируют право собственности на капитал, как в денежной, так и в вещественной форме. Их ценность определяется активами, которые стоят за ними. Государство является активным участником фондового рынка, на котором правительственные структуры могут изыскать средства для покрытия дефицита федерального бюджета. Во всем мире государства и их учреждения являются крупнейшими заемщиками капитала. Заимствованием государством средств у населения и частных компаний осуществляется путем продажи им государственных ценных бумаг. В современных условиях с помощью государственных ценных бумаг проводится денежно-кредитная политика с целью регулирования макроэкономики. Следует заметить, что хотя на мировых фондовых рынках обращаются различные виды государственных ценных бумаг, все они носят характер долговых ценных бумаг, подлежащих выкупу в установленные сроки и приносящих гарантированный доход. По выпущенным в обращение государственным ценным бумагам исполнительные органы власти отвечают всеми активами, находящимися в их распоряжении.

Рынок государственных ценных бумаг, сами государственные ценные бумаги, их различная предназначенность и целевые аспекты требуют постоянного изучения и анализа. Весь этот механизм подвергся значительной автоматизации и компьютеризации под воздействием научно-технической революции, в результате чего необходимо совершенствовать рынок государственных ценных бумаг, предлагать новые пути развития. На рынке государственных ценных бумаг присутствуют ценные бумаги центрального правительства, муниципальные ценные бумаги, ценные бумаги государственных учреждений, ценные бумаги, которым придан статус государственных.[[1]](#footnote-1)

Выпуск разных видов государственных ценных бумаг производится фактически каждый год. В настоящее время на фондовом рынке находятся в обращении следующие виды ценных бумаг:

- государственные краткосрочные бескупонные облигации (ГКО)

- облигации федерального займа (ОФЗ)

- облигации сберегательного займа (ОСЗ)

- казначейские обязательства (КО)

- облигации внутреннего государственного займа (ОВВЗ)

Актуальность темы дипломного проекта «Рынок государственных ценных бумаг в экономике современной России» обусловлена тем, что в период прохождения преддипломной практики, на основе обобщенного проанализированного материала было установлено что, рынок государственных ценных бумаг является важнейшим элементом фондового рынка любой страны. В странах с развитой рыночной экономикой рынок государственных ценных бумаг осуществляет централизованное заимствование временно свободных денежных средств коммерческих банков, инвестиционных и финансовых компаний, различных предприятий и населения.

Цель исследования заключается в анализе развития и рассмотрения перспектив и путей повышения эффективности рынка государственных ценных бумаг.

Из поставленной цели вытекает ряд задач, которые необходимо решить в ходе проведения исследования:

1. Рассмотреть сущность рынка государственных ценных бумаг;
2. изучить характеристике ценных бумаг государственного внутреннего займа РФ и субъектов РФ;
3. изучить понятия доходности и ликвидности государственных ценных бумаг;
4. проанализировать структуру рынка государственных ценных бумаг;
5. ознакомиться с перспективами и путями повышения эффективности рынка государственных ценных бумаг.

Методологическую базу исследования составили труды следующих ученых-экономистов: Астахов В.П., И.Т. Балабанов, Л.П. Хабаров, Каратуев А.Г., Алехин Б.И. и другие.

Дипломный проект состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений.

В первой главе рассматриваются теоретические вопросы функционирования рынка государственных ценных бумаг. Во второй приводится анализ развития рынка государственных ценных бумаг. В третьей главе предлагаются пути повышения эффективности рынка государственных ценных бумаг.

Ценные бумаги - необходимый атрибут развития рыночного оборота. С их помощью могут оформляться как кредитные, так и расчетные отношения, передача прав на товар и залог недвижимости, создание компаний и многие другие необходимые в рыночной экономике операции. Этот правовой инструмент позволяет ускорять расчеты между участниками имущественных отношений, вовлекать в кредитно-денежные и товарные обязательства широкий круг лиц, содействуя эффективному удовлетворению их имущественных интересов и вместе с тем - охраняя их от возможных злоупотреблений недобросовестных партнеров.

Сделки по отчуждению или иной передаче ценных бумаг от одних лиц к другим составляют понятие оборота ценных бумаг, в свою очередь являющегося юридическим выражением экономической категории "рынок". Следовательно, рынок ценных бумаг как важнейшая (и сложнейшая) составная часть рыночного хозяйства есть не что иное, как совокупность сделок, совершаемых участниками имущественного оборота по поводу ценных бумаг. Он предполагает не только четкое регулирование и оформление взаимосвязей участников (субъектов), но и прежде всего ясное понимание и закрепление самого понятия ценных бумаг и их разновидностей.[[2]](#footnote-2)

Данные отношения по своей природе составляют предмет гражданского права. Ценные бумаги всегда являлись и являются разновидностью объектов гражданских прав (движимыми вещами), а действия по их отчуждению или иной передаче - гражданско-правовыми сделками. Таким образом, "рынок" (оборот) ценных бумаг, как и его предпосылки и результаты, регламентируется главным образом гражданским законодательством: как его общими правилами, так и нормами, специально посвященными ценным бумагам.

В современной литературе почти отсутствуют серьезные, фундаментальные исследования проблематики ценных бумаг. При этом преобладают работы экономико-финансового характера, не содержащие столь необходимого правового анализа ситуации на рынке ценных бумаг. Отдельные журнальные статьи профессиональных юристов в узкоспециализированных журналах не всегда доступны широкому кругу заинтересованных читателей.

В настоящее время в условиях инфляции многие предприятия стремятся использовать временно свободные денежные ресурсы для получения дополнительных доходов. Одним из способов вложения свободных оборотных средств является приобретение государственных ценных бумаг, которые в силу своей специфики выгодно отличаются повышенной надежностью, так как эмитированы государством в лице его уполномоченных органов, доходностью, а также ликвидностью, т.е. способностью беспрепятственно обращаться на официальном рынке ценных бумаг.

Несмотря на то, что рынок государственных ценных бумаг существует сравнительно давно и отличается детально проработанным правовым регулированием, на практике вопросы, связанные с их обращением, остаются весьма актуальными, особенно для предприятий и организаций - непрофессиональных участников рынка ценных бумаг.

Важнейшим источником развития экономики, нового промышленного подъема и преодоления инвестиционного кризиса России должно стать становление рынка ценных бумаг, истинное предназначение которого заключается не только в покрытии бюджетного дефицита, перераспределении собственности и получении спекулятивной прибыли, но и в стимулировании инвестиций в различные сферы экономики.

В настоящее время в странах с развитой экономикой от результативности функционирования рынков государственных ценных бумаг во многом зависит формирование государственных бюджетов; обеспечение эффективности денежно-кредитной политики; поддержание активности работы всех сфер экономики.

В связи с глубоким финансовым кризисом 2008 года в России тема рынка государственных ценных бумаг особенно актуальна в нашей стране после обвала рынка ценных бумаг и лихорадочного колебания корпоративного рынка.

# ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ВОПРОСЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

# 1.1 Сущность рынка государственных ценных бумаг

Рынок государственных ценных бумаг - особая форма торговли финансовыми ресурсами, которая опосредствуется выпуском и обращение государственных ценных бумаг. Это важнейший элемент фондового рынка любой страны. В странах с развитой рыночной экономикой рынок государственных ценных бумаг выполняет следующие функции:

- во-первых, с его помощью осуществляется централизованное заимствование государством временно свободных денежных средств у коммерческих банков, инвестиционных и финансовых компаний, различных предприятий и населения. Полученные таким образом денежные ресурсы традиционно используются для не инфляционного финансирования дефицита государственного бюджета. То есть, средства, полученные от реализации государственных ценных бумаг, позволяют без инфляционно покрыть дефицит государственного бюджета;

- во-вторых, различные государственные ценные бумаги активно используются при проведении центральными банками денежно-кредитной политики. На практике это означает регулирование с помощью государственных обязательств размеров денежной массы, находящейся в обращении;

- в-третьих, государственные ценные бумаги, будучи надежными и ликвидными активами, применяются для поддержания ликвидности балансов финансово-кредитных учреждений.

Таким образом, именно государственные ценные бумаги могут стать основой для формирования развитого отечественного фондового рынка в случае их размещения на условиях, что определяются рыночной конъюнктурой.

Общая хозяйственная и политическая нестабильность обязательно будет причиной значительного колебания курса государственных ценных бумаг. Это сделает их одним из наиболее востребованных товаров на фондовой биржи.

Рынки ценных бумаг подразделяются на первичный и вторичный, биржевой и внебиржевой.[[3]](#footnote-3)

Первичный рынок ценных бумаг - это рынок, который обслуживает выпуск (эмиссию) и первичное размещение ценных бумаг. Вторичный рынок является рынком, где производится купля-продажа ранее выпущенных ценных бумаг, характеризуется операциями перепродажи ценных бумаг.

По организационным формам различают биржевой рынок (фондовая или валютная биржа) и внебиржевой рынок.

Внебиржевой рынок - сфера обращения ценных бумаг, не допущенных к котировке на фондовых биржах. На внебиржевом рынке размещаются также новые выпуски ценных бумаг. Внебиржевой рынок организуется дилерами, которые могут быть или не быть членами фондовой биржи. Внебиржевой рынок ценных бумаг проводится по телефону, телефаксу, компьютерным сетям. Он занимается главным образом ценными бумагами тех акционерных обществ, которые не имеют достаточного количества акций или доходов для того, чтобы зарегистрировать (пройти листинг) свои акции на какой-либо бирже. Внебиржевой рынок ценных бумаг проводится по телефону, телефаксу, компьютерным сетям. Он занимается главным образом ценными бумагами тех акционерных обществ, которые не имеют достаточного количества акций или доходов для того, чтобы зарегистрировать (пройти листинг) свои акции на какой-либо бирже.

Операции с ценными бумагами проводят фондовые биржи (для бумаг в валюте - валютные биржи) и инвестиционные институты.

Фондовая биржа представляет собой организованный и регулярно функционирующий рынок по купле-продаже ценных бумаг. Организационно-фондовая биржа представлена в форме хозяйствующего субъекта, работающего по лицензии и занимающегося обращением ценных бумаг. Под обращением ценных бумаг понимаются их купля, продажа, а также другие действия, предусмотренные законодательством, приводящие к смене владельца ценных бумаг. Биржа не является коммерческим предприятием. Как хозяйствующий субъект биржа предоставляет помещение для сделок с ценными бумагами, оказывает расчетные и информационные услуги, дает определенные гарантии, накладывает ограничения на торговлю ценными бумагами и получает комиссионные от сделок. Функции фондовых бирж заключаются в мобилизации временно свободных денежных средств через продажу ценных бумаги в установлении рыночной стоимости ценных бумаг и в установлении рыночной стоимости ценных бумаг.

Государство, как правило, выпускает ценные бумаги с целью привлечения средств для:

- финансирования текущего бюджетного дефицита;

- погашения ранее размещенных займов;

- обеспечения кассового исполнения государственного бюджета;

- сглаживания неравномерности поступления налоговых платежей;

- обеспечения коммерческих банков ликвидными резервными активами;

- финансирования целевых программ, осуществляемых местными органами власти;

- поддержки социально значимых учреждений и организаций.

Как уже раньше было сказано одним из направлений покрытия бюджетного дефицита является привлечение частных средств путем продажи государственных ценных бумаг. Однако следует заметить, что выпуск государственных ценных бумаг является наиболее экономически целесообразным методом финансирования бюджетного дефицита по сравнению с практикой заимствования средств в центральном банке и привлечением доходов от эмиссии денег. Действительно, использование кредитных ресурсов центрального банка сужает его возможности регулирования ссудного рынка и поэтому практически во всех странах с рыночной экономикой установлены ограничения на доступ правительства к этим ресурсам. Покрытие дефицита бюджета через эмиссию денег приводит к поступлению в оборот необеспеченных реальными активами платежных средств и связано с инфляцией, расстройством денежного обращения.

Следует отметить, что необходимость выпуска долговых инструментов может появиться в связи с потребностью погашения ранее выпущенных правительством займов даже без дефицитности бюджета текущего года. Кроме того, независимо от наличия указанных причин, в рамках одного бюджетного года нередко возникают относительно короткие разрывы между государственными доходами и расходами.[[4]](#footnote-4) Они обычно связаны с тем, что пик поступлений платежей в бюджет приходится на определенные даты, установленные для их уплаты и подачи налоговых деклараций, в то время как бюджетные расходы имеют более равномерное распределение по времени.

Выпуск некоторых видов государственных ценных бумаг может способствовать сглаживанию неравномерности налоговых поступлений, устраняя тем самым причину кассовой несбалансированности бюджета. Например, Казначейство (министерство финансов) Великобритании выпускает именные налогово-депозитные сертификаты, которые могут по желанию их держателей либо в любое время быть возвращены обратно, либо использованы при уплате налогов. В последнем случае по сертификатам выплачиваются повышенные проценты, благодаря чему стимулируется интерес плательщиков к заблаговременному внесению сумм налоговых платежей и снижается вероятность кассовых разрывов между доходами и расходами бюджета.

Государственные ценные бумаги могут выпускаться для финансирования программ, осуществляемых органами власти на местах, а также для привлечения средств во внебюджетные фонды. Государство вправе выпускать не только свои собственные ценные бумаги, но и давать гарантии по долевым обязательствам, эмитируемым различными учреждениями и организациями, которые по его мнению заслуживают правительственной поддержки. Такие долевые обязательства приобретают статус государственных ценных бумаг.

Финансирование государственного долга посредством выпуска государственных ценных бумаг сопряжено с меньшими издержками, чем привлечение средств с помощью банковских кредитов. Это связано с тем, что правительственные долевые обязательства отличают высокой ликвидностью и инвесторы испытывают гораздо меньше затруднений при их реализации на вторичном рынке, чем при перепродаже ссуд, предоставленных взаймы государству. Поэтому государственные ценные бумаги в странах с рыночной экономикой, как правило, являются одним из основных источников финансирования внутреннего долга.

# 1.2 Характеристика ценных бумаг государственного внутреннего займа РФ и субъектов РФ

Основной формой государственного кредита являются государственные займы, характеризующиеся тем, что временно свободные денежные средства населения, предприятий и организаций привлекаются для финансирования дефицита государственного бюджета путем выпуска и реализации государственных ценных бумаг.

Государственными ценными бумагами называются ценные бумаги, удостоверяющие отношения займа, в которых должником выступают государство, орган государственной власти и управления.

В нормативных документах Российской Федерации под государственными ценными бумагами понимаются такие, которые выпускаются или гарантируются правительством Российской федерации.

Видов государственных ценных бумаг очень много. Особенным разнообразием отличается, например, рынок ценных бумаг в США. Это казначейские векселя, среднесрочные ноты, долгосрочные облигации, сберегательные облигации, облигации пенсионных планов, облигации для штатов и местных органов власти и т.д. Эмитентом перечисленных ценных бумаг выступает центральное правительство. Еще большим разнообразием отличаются ценные бумаги, эмитентом которых являются органы власти штатов, муниципалитетов.[[5]](#footnote-5)

В России (СССР) до 1990 г. Использовались только государственные облигации внутреннего выигрышного займа, либо размещаемые по подписке среди населения (это означало практически принудительное их размещение), либо свободно обращающиеся за наличный расчет со сроком до 20 лет.

С 1990 г. Среди населения СССР распространялись государственные облигации целевого беспроцентного займа сроком на три года. Погашение таких облигаций осуществлялось дефицитными товарами длительного пользования. Поступления от реализации таких облигаций были учтены в доходах бюджета в сумме 5 млрд. руб.

Для покрытия дефицита бюджета 1990 г. Был впервые выпущен в обращение иной вид государственных ценных бумаг – государственные казначейские обязательства сроком на 16 лет с уровнем доходности 5%. Данные ценные бумаги распространялись также среди населения. Впервые за время существования государства была сделана попытка распространения государственного внутреннего 5%-ного займа среди юридических лиц (предприятии, организаций). Данный опыт не принес желаемого результата по ряду причин.

Целевой товарный займ принес бюджету 4,1 млрд. руб., но государство практически до сих пор не выполнило своих обязательств перед кредиторами. Такой тип займа не имеет места в странах с развитой рыночной экономикой. С переходом России на новые экономические отношения он не имеет перспективы и в нашей стране.

В условиях высокой инфляции не нашли широкого распространения и два других типа ценных бумаг, так как там предусматривалась 5%-ная доходность. По этой же причине не пользуются спросом облигации государственного республиканского внутреннего займа, хотя доходность еще выше.

В настоящее время на рынке государственных долговых обязательств РФ имеют хождение следующие их виды: государственные краткосрочные облигации (ГКО), облигации федерального займа с переменным купоном (ОФЗ-ПК), облигации государственного сберегательного займа; (ОГСЗ), облигации внутреннего валютного займа, золотые сертификаты Министерства финансов РФ, казначейские обязательства (КО).[[6]](#footnote-6)

В зависимости от способности обращаться на фондовом рынке государственные ценные бумаги подразделяются на рыночные и нерыночные. Наиболее распространенным типом государственных ценных бумаг являются рыночные ценные бумаги, которые могут свободно обращаться и перепродаваться на вторичном рынке. Все перечисленные виды ценных бумаг относятся к рыночным. Торговля ими ведется интенсивно, они приобрели популярность среди различных инвесторов. Они высоколиквидны и обладают самым высоким рейтингом.

Нерыночные государственные ценные бумаги не могут свободно обращаться на рынке. Они представляют собой кредит государству, но в отличие от рыночных ценных бумаг не могут быть проданы их владельцем третьему лицу.

В зависимости от срока обращения государственные ценные бумаги подразделяются на краткосрочные (до 1 года), среднесрочные (до 5 лет) и долгосрочные (свыше 5 лет). К первому виду ценных бумаг относятся ГКО, ОГСЗ, золотые сертификаты; ко второму виду — ОФЗ, облигации внутреннего валютного займа со сроком обращения 1 год, 3 года; к третьему — Облигации внутреннего валютного займа со сроком обращения 15 лет.

Ценные бумаги подразделяются по эмитентам. Все перечисленные ценные бумаги выпущены центральным правительством РФ. От имени государства их выпускает соответствующий уполномоченный орган,"как правило, Министерство финансов. В качестве агента последнего часто выступает Центральный банк РФ, который в свою очередь может уполномочить определенные инвестиционные институты или банки выступить официальными дилерами.

Кроме того, ценные бумаги разделяются на наличные (документированные) и безналичные, в том числе существующие в виде записей на счетах; по способу выплаты доходов.

Мировой практике известны несколько способов выплаты доходов по Государственным ценным бумагам. В их числе:

1. установление фиксированного процентного платежа;
2. применение ступенчатой процентной ставки;
3. использование плавающей ставки процентного дохода;
4. индексирование номинальной стоимости ценных бумаг;
5. проведение выигрышных займов.

Основными документами, регулирующими рынок ГКО, являются: постановление Совета Министров, Правительства РФ, постановление Верховного Совет РФи приказ Центрального банка РФ, утвердивший Положение об обслуживании и обращении выпусков государственных краткосрочных бескупонных облигаций.[[7]](#footnote-7)

К важнейшим условиям выпуска государственных бескупонных облигаций РФ относятся:

1. Эмитент — Министерство финансов РФ.
2. Эмиссия ГКО осуществляете» периодически в формеотдельных выпусков. Каждый выпуск производится, как правило, один раз в месяц. Сроки выпусков — три или шесть месяцев, год.
3. Номинальная стоимость — 1 млн. руб. (В соответствии с постановлением Правительства Российской Федерации «О внесении изменений в основные условия выпуска государственных краткосрочных бескупонных облигаций» от 27 сентября 1994 г. №1105.)
4. Доходом по ГКО считается разница между ценой реализации (равно как и ценой погашения) и ценой покупки.
5. ГКО не изготавливается в виде специальных бумажных
бланков. Каждый выпуск оформляется глобальным сертификатом, хранящимся в Банке России. Право собственности на ГКО возникает с момента регистрации их владельца в книгах Банка России или Дилера.
6. Владельцами ГКО могут быть юридические и физические
лица. Владелец имеет право на зачет стоимости погашаемых
ГКО при оплате приобретаемых ГКО следующего выпуска.
7. Банк России является генеральным агентом по обслуживанию выпуска ГКО. Он регламентирует по согласованию с МФ РФ вопросы размещения и обращения ГКО.
8. Все операции по размещению и обращению ГКО осуществляются через учреждения Банка России или уполномоченные организации (в дальнейшем — Дилеры), определяемые Банком России.
9. Решение о выпуске ГКО принимает Минфин РФ по согласованию с Банком России.

10. Сведения об очередном выпуске ГКО объявляются не позднее, чем за 7 дней до начала его размещения. Выпуск считается состоявшимся, если в период его размещения было продано не менее 20% количества предлагавшихся к выпуску.

11. Банк России может их приобретать на основании отдельного соглашения с Минфином РФ.

12. С покупателя ГКО взимается налог на операции с ценными бумагами - 0,1% суммы сделки.

Общие принципы функционирования российского рынка ГКО были разработаны в рамках российско-американского банковского форума.

Создание и поддержание технологической части рынка ГКО - торговой, расчетной и депозитарной систем - было поручено Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ). В настоящее время география торгов расширяется. Наряду с ММВБ к общероссийской сети торговли ГКО подключились Новосибирская Межбанковская валютная биржа и Санкт-Петербургская валютная биржа.

Участники рынка ГКО подразделяются на две категории: Дилеры и Инвесторы. Дилерами могут быть только инвестиционные институты и банки, заключившие договор с Банком России на выполнение функций по обслуживанию операций с ГКО. Их количество ограничено. Дилер может совершать сделки от своего имени и за свой счет, а может выполнять функции финансового брокера при заключении сделок от своего имени, за счет и по поручению Инвесторов. Под Инвесторами подразумевания любые юридические и физические лица, приобретающие облигации и имеющие право на владение ими.

Для получения полной картины необходимо рассмотреть не только основные характеристики рынка государственных ценных бумаг, но и характеристики каждого вида государственных ценных бумаг. Для начала рассмотрим облигации федерального займа.

В июне 1995 г. был введен в обращение новый вид государственных ценных бумаг - облигации федерального займа (ОФЗ). ОФЗ - первые среднесрочные ценные бумаги, которые появились в Российской Федерации. Они выпущены сроком на 1 год и две недели (нужен срок более года, чтобы ценная бумага считалась среднесрочной). Выпуск новой ценной бумаги связан с желанием Минфина РФ удлинить сроки государственных заимствований. Минфин последовательно проводит политику на продление государственного долга и расширение спектра финансовых инструментов государственного заимствования.

Эмитентом облигаций федеральных займов выступает Минфин. Общий объем эмиссии определяется в пределах лимита государственного внутреннего долга, устанавливаемого федеральным законодательством о федеральном бюджете на соответствующий финансовый год.[[8]](#footnote-8)

Владельцами облигаций могут быть как юридические, так и физические лица, резиденты и нерезиденты. Генеральным агентом по обслуживанию выпусков облигаций федеральных займов является Центральный банк РФ. Он же осуществляет денежные расчеты. По согласованию с Минфином денежные расчеты могут осуществлять и другие кредитные организации в порядке, определяемом Центральным банком РФ.

Минфин утверждает условия отдельных выпусков облигаций федеральных займов, которые должны содержать, периодичность выпусков, объем и срок каждого выпуска, тип облигации (именные или на предъявителя), порядок и формы выплаты доходов и погашения, порядок признания выпуска состоявшимся, ограничения на потенциальных владельцев, номинальную стоимость, размер, периодичность и порядок выплаты процентов по облигации. Облигации федеральных займов в рамках одного выпуска равны между собой по объему предоставляемых прав. На весь выпуск оформляется глобальный сертификат, в котором фиксируются все его условия. Один экземпляр глобального сертификата хранится в депозитарии, другой - в Минфине.

Учет отдельных облигаций федеральных займов осуществляется в виде записей по счетам «депо» в депозитариях и субдепозитариях. Запись по этим счетам удостоверяет право собственности на облигации и является условием для осуществления прав инвестора. Функции депозитария выполняют Центральный банк РФ, уполномоченные им коммерческие банки и организации, которые, в свою очередь, могут привлекать в качестве субдепозитариев сторонние организации.

Аукцион по размещению первого выпуска ОФЗ состоялся на ММВБ 14 июня 1995 г. Объем выпуска составил 1 трлн. руб. при номинале облигации 1 млн. руб. На ММВБ 12 июля. 1995т. состоялся аукцион по размещению ОФЗ второго выпуска. Объем выпуска - 3 трлн. руб. Выпуск считается состоявшимся, если в период размещения было продано не менее 20% суммарного объема предложенных к выпуску облигаций. Владельцами облигаций могут быть резиденты (без каких-либо ограничений) и нерезиденты. В глобальных сертификатах первых двух выпусков объем ОФЗ для нерезидентов - не более 10% номинального объема выпуска.

Значительным отличием облигаций федерального займа от ужепривычных на рынке ГКО является то, что новые ценные бумаги - купонные, доход по которым выплачивается раз в квартал и ориентирован на доходность по государственным краткосрочным облигациям, обращающимся на вторичном рынке. Величина купонного дохода рассчитывается отдельно для каждого периода его выплаты и объявляется по первому купону не позднее чем за семь дней до даты начала размещения; по следующим купонам, включая последний, - не позднее чем за семь дней до даты вышиты дохода по предшествующему купону.

Проценты по первому купону исчисляются с даты выпуска облигации до даты его выплаты. В последующие купонные периоды проценты начисляются, начиная с даты предшествующих выплат до даты текущей выплаты. В последний купонный: период процента начисляются аналогичным образом вплоть до даты погашения облигации.

По условиям первого выпуска ОФЗ процентная ставка купонного периода определяется на основе расчета средневзвешенной доходности по ГКО в предшествующие четыре торговые сессии на вторичном рынке на Московской межбанковской валютной бирже. Причем в расчет берутся только те выпуски краткосрочных облигаций, погашение которых приходится на дату, находящуюся в промежутке 30 дней «до» и 30 дней «после» объявленной даты выплаты очередного купона.

Размер купонного дохода по одному купону первого выпуска составил 52,88%, второго выпуска - 80,65% годовых.

Существенное отличие среднесрочных ценных бумаг от краткосрочных ярко проявляется на вторичном рынке, когда при заключении сделок с ОФЗ наряду с выставленной ценой и объемом заявки появляется еще один параметр - сумма накопленного дохода. Она рассчитывается как часть купонного дохода, пропорциональная времени, на протяжении которого облигация находилась во владении держателя. Поэтому при заключении сделки с ОФЗ покупатель помимо номинальной стоимости облигации и курсовой надбавки должен уплатить продавцу накопленный купонный доход.

При обращении облигации налоговые льготы распространяются на часть суммы накопленного купонного дохода, рассчитываемую как разницу между накопленным купонным доходом, полученным при продаже облигаций либо погашении купона, и накопленным доходом, уплаченным при ее приобретении в течение купонного периода по каждому купону. Разница между ценой облигация при покупке и продаже под лежит налогообложению в общем порядке.

Помимо первичных аукционов ОФЗ могут доразмещаться на вторичном рынке в целях обеспечения активной торговли ими. Доразмещения могут осуществляться в ходе всего срока обращения облигации. Купонный доход, выплачиваемый в конце купонного периода, не зависит от способа размещения данной облигации.

Между ОФЗ и ГКО немало общего. Механизм эмиссии, обращения и расчетов ОФЗ аналогичен ГКО. Аукционы и вторичные торги на ММВБ проходят одновременно с ГКО и с теми же участниками. Среднесрочные ОФЗ и ГКО размещаются с целью неинфляционного финансирования бюджета. Сочетание облигаций среднесрочных с переменным купоном и краткосрочных бескупонных делает этот сектор финансового рынка привлекательным для различных категорий инвесторов. Поэтому рынки этих бумаг часто объединяются в один - рынок ГКО-ОФЗ.

В августе 1997 г. Центральный банк РФ приступил к продаже облигаций федерального займа (ОФЗ с постоянным купоном) со сроком обращения более четырех лет.[[9]](#footnote-9) Эти облигации были выпущены Министерством финансов РФ в марте 1997 г. в ходе переоформления долга правительства ЦБ РФ. Этот долг сформировался в 1992 - 1994 гг., когда ЦБ, РФ выдавал кредиты на финансирование дефицита федерального бюджета. Сумма эмиссии превысила 80 трлн. руб. На торги, проводимые на ММВБ, выставляется пять серий облигаций объемом 6,1 трлн. руб. каждая. Срок обращения серий - четыре, пять, шесть, семь и восемь лет. Ставка постоянного годового купона, которая будет выплачиваться ежегодно 15 марта, — 10%, с учетом дисконта доходность этих облигаций будет составлять в первый год 17,5% годовых.

Далее необходимо дать характеристику облигациям государственного сберегательного займа**.**

В сентябре 1995 г. на российском финансовом рынке появился новый финансовый инструмент - облигации государственного сберегательного займа (ОГСЗ). Если ГКО, ОФЗ и другие государственные бумаги адресованы достаточно крупным финансовым структурам, то ОГСЗ доступны юридическим и физическим лицам, которые к тому же могут быть и нерезидентами. Главная цель нового займа — привлечь свободные денежные средства населения для покрытия дефицита бюджета. Облигации имеют низкий номинал - 100 и 500 тыс. руб., так как рассчитаны на массового потребителя.

Эмитентом является Минфин РФ. Правительство РФ разрешило Минфину выпустить 1995—1998 гг. государственный займ в объеме до 10 трлн. руб. десятью сериями по 1 трлн. руб. каждая.

Срок обращения облигаций - 1 год. Выпускаются ОГСЗ в бумажной форме, являются государственными ценными бумагами на предъявителя.

Каждая облигация имеет четыре купона. Купонный период составляет три календарных месяца. Доходы по купонам владельцы ОГСЗ получают ежеквартально в виде процента к номинальной стоимости облигации. Процентный доход определяется Министерством финансов на каждый купонный период и равняется последней официально объявленной купонной ставке по облигациям федеральных займов. Этот доход не облагается налогом на прибыль с юридических лиц и подоходным налогом с физических лиц.

При погашении облигаций владельцам выплачиваются номинальная стоимость облигаций и процентный доход по последнему купону. Погашение облигаций осуществляется уполномоченными эмитентом банками при предъявлении подлинника облигации. Эмитент не выкупает облигации займа до наступления срока погашения.

В декабре 1997 г. выпущены ОГСЗ двадцать четвертой серии сроком на 2 года с 18 февраля 1998 г. по 17 февраля 2000 г. Объем выпуска составляет 1 млрд. руб. при номинале облигаций 500 руб. Общее количество облигаций — 2 млн. шт.

Каждая облигация имеет четыре купона. Купонный период составляет шесть месяцев и определяется с даты начала выпуска.

Рынок облигаций сберегательного займа на сегодняшний день - один из самых привлекательных для частных инвестиций, облигации же являются ликвидным финансовым инструментом, доступным рядовому вкладчику.

Следующим видом рассматриваемых нами ценных бумаг будут казначейские обязательства.[[10]](#footnote-10)

В 1994 г. появился еще один вид ценных бумаг — казначейские обязательства (КО). Цель их выпуска — безэмиссионное финансирование дефицита федерального бюджета, погашение государственной задолженности предприятиям-поставщикам по государственным заказам, сокращение неплатежей в бюджет, а также между предприятиями и т. п.

Эмитентом КО является Минфин, который выпускает их сериями, устанавливая объем и даты эмиссий. Серии имеют единые даты выпуска, погашения, номинальную стоимость, процентную ставку и срок погашения. Эти параметры могут изменяться при новой эмиссии.

Казначейские обязательства выпускаются в бездокументарной форме в виде записей на счетах «депо» в уполномоченных депозитариях. Ими выступают, по согласованию с первыми держателями КО, банки-агенты Минфина, имеющие депозитарии в качестве своих подразделений. Уполномоченные байки осуществляют денежные расчеты с конечными держателями КО на момент их погашения на основе выписок со счетов «депо», подтверждающих права собственности на КО.

Минфин осуществляет выпуск КО сериями. Каждая из этих серий представляет, собой самостоятельный выпуск, который оформляется глобальным сертификатом на всю его сумму. Каждый выпуск КО имеет свой уникальный регистрационный номер.

Казначейские обязательства могут без ограничений выполнять роль платежных средств за реализованные товары и предоставленные услуги, а также быть предметом залога. КО можно обменивать на налоговые освобождения, выдаваемые Министерством финансов.

Обращение казначейских обязательств допускается в ограниченной и неограниченной формах. Ограничения касаются расчетов казначейскими обязательствами с целью погашения кредиторской задолженности, права передачи КО только юридическим лицам, минимального числа индоссаментов (передаточных надписей) перед предъявлением к погашению, сроков учета и обмена на налоговые освобождения.

Особенность КО состоит в том, что это — гибридная ценная бумага, обладающая одновременно свойствами векселя, государственной ценной бумаги, налогового освобождения и средства расчета.

Также дадим характеристикуоблигациям внутреннего государственного валютного займа.

В целях обеспечения условий, необходимых для урегулирования внутреннего валютного долга перед юридическими и физическими лицами 14 мая 1993 г. был осуществлен выпуск внутреннего государственного валютного облигационного займа (ОВВЗ) на общую сумму 7 млрд. 885 млн. долл. США.

Эмитентом облигаций выступает Минфин, валюта займа — доллары США. Процент по этим облигациям составляет 3% годовых. Номинал облигаций — 1 тыс., 10 тыс. и 100 тыс. долл. Они были выпущены пятью сериями со сроками погашения 1 год, 3 года, 6, 10 и 15 лет.[[11]](#footnote-11)

Неотъемлемой, частью облигации служит комплект из купонов, количество которых определяется сроком погашения облигации. Погашение облигаций по сериям осуществляется

в следующие сроки:

серия I - через год от даты выпуска, 14 мая 1994 г.;

серия II - через 3 года от даты выпуска, 14 мая 1996 г.;

серия III - через 6 лет от даты выпуска, 14 мая 1999 г.;

серия IV - через 10 лет от даты выпуска, 14 мая 2003 г.;

серия V - через 15 лет от даты выпуска, 14 мая 2008 г.

Последний купон предъявляется вместе с облигацией, подлежащей погашению.

Основным платежным агентом по выплате основного долга по облигациям и процентов по купонам является Центральный банк РФ, опирающейся на свои валютные и золотые резервы. ЦБ РФ может назначить дополнительных платежных агентов (коммерческие банки).

Облигации внутреннего валютного займа стали первыми на развивающемся рынке валютных облигаций России. Они оказались очень привлекательными для иностранного инвестора, так как уровень их доходности значительно превышал уровень доходности на зарубежных фондовых рынках.

К середине мая 1996 г. успешно погашены облигации первого и второго траншей объемом соответственно 0,226 и 1,518 млрд. долл. по номиналу. В обращении остались облигации третьего транша - объем 1,307 млрд. долл. - 14 мая 1999 г, четвертого транша - объем 2,627 долл. - 14 мая 2003 г., пятого транша - объем 2,167 млрд. долл. - 14 мая 2008 г.

Последним видом государственных ценных бумаг, рассматриваемым нами, будутзолотые сертификаты.

Основным видом долговых обязательств в России, как и во всем мире, является облигация. Однако Правительство России эмитирует и другие виды долговых обязательств. Так, в 1993 г. Министерством финансов РФ были выпущены Золотые сертификаты.

Первый выпуск Золотых сертификатов находился в обращение с сентября 1993 г. по сентябрь 1994 г. Сертификат был именным, к валютным ценностям не относился, мог быть оплачен только в рублях и выпускался номиналом 10 кг золота 0,9999 пробы. Минфин гарантировал доходность по сертификатам на уровне ставки ЛИБОР (ставка межбанковских кредитов семи крупнейших лондонских банков) по доллару США плюс 3%. Объем эмиссии составил 10 тыс. ценных бумаг, т.е. 100 т золота, депонированных Минфином в Государственном российском комитете РФ по драгоценным металлам и драгоценным камням.

Первичное размещение Золотых сертификатов осуществлялось Минфином через уполномоченные коммерческие банки. Для приобретения Золотых сертификатов коммерческий банк должен был подать соответствующую заявку в Минфин, перечислить необходимые средства. В первые две недели после начала размещения сертификаты продавались по номиналу, а затем с премией, определяемой Минфином.

На вторичном рынке уполномоченные коммерческие банки имели право перепродажи Золотых сертификатов юридическими физическим лицам, а также нерезидентам на договорной основе. Банки имели право дробить сертификаты и продавать их частями. Дробление сертификата не могло быть менее чем на одну сотую его номинала, т. е. 100 г золота.

Начисление и выплата процентного дохода по Золотым сертификатам производились Минфином ежеквартально в рублях исходя из цены золота на Лондонском рынке на первое число первого месяца очередного квартала по ставке 3/12 ставки ЛИБОР на указанную дату плюс 0,75%.

В целом первый выпуск Золотых сертификатов оказался не очень популярным в силу его большой номинальной стоимости, недоступной для ряда юридических лиц. Невысокая доходность этих бумаг сочеталась с их низкой ликвидностью. Реализовать находящиеся на руках сертификаты было практически невозможно. Банкам разрешалось продавать: дробные доли сертификата на фондовом рынке только путем выпуска собственных облигаций, которые, в отличие от Золотого сертификата, не являлись государственными ценными бумагами и, следовательно, не имели льгот по налогообложению.

Погашение Золотого сертификата производилось Минфином в рублях по курсу Центрального банка РФ или золотом. По желанию владельца сертификаты могли быть погашены путем обмена на другие государственные ценные бумаги Правительства РФ. Для погашения облигации золотом владелец должен был иметь специальную лицензию Центрального банка РФ на совершение операций с драгоценными металлами.

Таким образом, в данном разделе была раскрыта сущность рынка государственных ценных бумаг, дана общая характеристика государственных ценных бумаг и рассмотрены основные виды государственных ценных бумаг (облигации федерального займа, облигации государственного сберегательного займа, казначейские обязательства, облигации внутреннего государственного валютного займа и золотые сертификаты).

# 1.3 Доходность и ликвидность государственных ценных бумаг

Курс ценной бумаги определяется в первую очередь ее ценностью для инвестора и эмитента, т.е. покупателя и продавца. Со стороны инвесторов спрос на ценные бумаги определяют следующие характеристики:

Доходность - способность ценной бумаги приносить доход за счет дивидендов (процентов), а также дисконта. Доходность рассчитывается в процентах по отношению к вложенной в ценные бумаги сумме. [[12]](#footnote-12)

- рост вложенного капитала, выражающийся в росте курсовой стоимости ценных бумаг

- надежность - подверженность ценных бумаг различным рискам

- ликвидность, которая определяется как возможность быстро и без потерь продать ценную бумагу по разумной цене.

Доходы инвестора на рынке ценных бумаг складываются из доходов двух типов:

- доходов от владения ценными бумагами - в виде промежуточных выплат их владельцам (дивидендов по акциям и процентных выплат по облигациям);

- доходов (или потерь) от операций с ценными бумагами, возникающих из-за разницы между ценой покупки и ценой продажи ценных бумаг, а также между ценой покупки и ценой погашения (для ценных бумаг с ограниченным периодом обращения) или других операций.

Необходимо помнить, что величина дохода (в отличие от доходности) - абсолютная - и потому рассчитывается в валюте, т.е. в рублях и копейках, долларах и центах и т.д.

Источником доходов от ценной бумаги являются дивиденды, выплачиваемые по простым и привилегированным акциям, а также процентные выплаты по облигациям. Всякая акция обладает номиналом, или номинальной стоимостью, выражаемой в рублях или иной валюте и определяющей долю акционера в уставном капитале. Акции без номинальной стоимости на современном мировом рынке практически (а на российском - полностью) отсутствуют. В дальнейшем мы будем обозначать номинал акции буквой N. Дивиденд по акции, выраженный в процентах по отношению к номиналу, называется ставкой дивиденда. Мы ее будем обозначать символом div. Размер дивиденда в рублях (или другой валюте) называется массой дивиденда. Причем в России под массой дивиденда обычно понимают размер дивиденда на одну акцию, а на зарубежных фондовых рынках - общий размер дивидендов, подлежащих выплате акционерам.

Величина дохода по облигации, выраженная в валюте, не имеет устойчивого названия. Иногда ее называют доходом - "доход по облигации составил 280 руб.", иногда - процентными выплатами. Купонная ставка обозначается С.

Доход от владения ценными бумагами является очень важной составляющей доходов на фондовом рынке. Чем более стабилен рынок, тем большая часть инвесторов ориентируется на этот вид дохода. Для правильного прогнозирования поведения ценной бумаги важно отслеживать и оценивать эту величину.

Ликвидность ценных бумаг - возможность превращения ценных бумаг в деньги. Ликвидные ценные бумаги образуют часть оборотного капитала владельца и могут быть легко реализованы на рынке. Доходность ценных бумаг - отношение годового дохода по ценным бумагам к её рыночной цене; норма прибыли, получаемой владельцем ценной бумаги.

С 7 сентября 1995 года в соответствии с п.9.5 новой редакции Положения об обслуживании и обращении выпусков государственных краткосрочных бескупонных облигаций, утвержденной Приказом Банка России от 15.06.95 № 02-125, переоценка ГКО осуществляется по средневзвешенной цене.[[13]](#footnote-13) С 1 сентября 1995 года при расчете доходности ГКО без учета налоговых используются следующая формула:

N 365

Доходность ГКО = (--- -1) х ----- х 100%,

P Т

где N - номинал облигации в рублях,

Р - цена облигации в рублях,

С - величина купона в рублях,

А - накопленный с начала купонного периода доход в рублях,

Т - срок до погашения облигации в днях,

t - срок до окончания текущего купонного периода в днях.

Исходя из данной формулы видим, что у ГКО нет фиксированной ставки дохода: доход по ним образуется в виде разницы между номиналом и ценой, по которой вкладчик купил облигацию. Такой доход носит название дисконтного. Иногда уровень доходности ГКО не обеспечивает положительной процентной ставки, т.е. бывает ниже уровня инфляции. Это случается, когда спрос на ГКО значительно превышает предложение. Такая ситуация ведёт к дальнейшему оттоку денег с рынка.

В октябре уровень доходности государственных ценных бумаг немного увеличился. Особенно сильно это коснулось краткосрочных и среднесрочных серий. Доходность этих выпусков тесно связана со ставками по коротким межбанковским кредитам, которые давно не опускались ниже ставки рефинансирования. Такая ситуация характерна в условиях дефицита рублевых средств. К концу октября ситуация на рынке ГКО осложнилась. Связано это было с кризисом на азиатском финансовой рынке, в связи с которым иностранные инвесторы начали активно выводить средства из ГКО и, если бы не ограничение на репатриации прибыли масштабы падения цен на ГКО могли бы быть более впечатляющими. Предполагается, что иностранные инвесторы продолжат вывод средств из ГКО.

В начале декабря резко увеличилась доходность ГКО. 1 декабря она составила 40% годовых. Однако ЦБ РФ не посчитал нужным вмешиваться в ситуацию. Кроме того массовому оттоку средств с рынка ГКО способствовало резкое повышение доходности валютных операций. Очередное увеличение доходности не повлияло на ставку рефинансирования. Она осталась на уровне 28% годовых. Но с 1 декабря произошло увеличение ломбардной ставки, по которой предоставляется большинство кредитов коммерческим банкам с 28% до 36% годовых. Ломбардная схема предоставления кредитов представляет собой выдачу кредита под залог высоколиквидных ценных бумаг. Пока доходность ГКО сокращалась, заемные ресурсы были доступны для производства. Но при значительном увеличении ее будет наблюдаться сокращение внутренних инвестиций в производство. В конце декабря 1997 года доходность на рынке ГКО снижалась благодаря возврату иностранных инвесторов. По оценке Банка России, за первую неделю декабря на рынок вернулось 700 млн. долларов средств нерезидентов. Похоже, они использовали последнюю в нынешнем году возможность для покупки пока ещё дешёвых по сравнению с бумагами других развивающихся стран российских государственных бумаг. Доходность ГКО стабилизировалась на уровне 30-31% годовых по долгосрочным бумагам, 33% годовых по среднесрочным бумагам. Этот уровень хотя и превышает ставку рефинансирования, остаётся ниже ставки ЦБ по ломбардным кредитам и не требует вмешательства денежных властей. По мнению экспертов ЦБ РФ доходность ГКО в 1998 году была на уровне 12 - 14% годовых.

Опыт работы с ГКО показывает, что данные гос. обязательства наиболее ликвидны по сравнению с любыми другими инструментами фондового рынка: на любой из ежедневных торговых сессий можно купить и продать практически любой вид обязательств, находящихся в обращении. Рынок ГКО продолжает развиваться. Основной его недостаток - элитарность, закрытость - может быть устранен путем подключения региональных площадок, а следовательно региональных дилеров и клиентов, а также расширением доступа дилеров к торговой системе.

Среднесрочные бумаги - необходимый элемент финансирования дефицита бюджета, поскольку они позволяют решить проблему рефинансирования коротких выпусков за относительно продолжительный период. Предпосылки для создания в России рынка среднесрочных ценных бумаг появились по мере экономической стабилизации, обозначившейся к лету 1995 года.

Основным видом среднесрочных бумаг в России являются облигации федерального займа (ОФЗ), выпускаемые Правительством РФ для финансирования бюджетного дефицита. Система ОФЗ базируется на следующих общих принципах:

* применение безбумажной (электронной) технологии,
* плавающий купонный доход,
* среднесрочный период обращения,
* именной характер бумаги.

Эмитент (Минфин РФ) устанавливает для каждого отдельного выпуска облигаций по согласованию с Банком России его объём, порядок расчета купонного дохода, определяемого на основе доходности по ГКО, даты размещения, погашения и выплаты купонного дохода, ограничения на владение.

Величина купонного дохода рассчитывается отдельно для каждого периода его выплаты и объявляется по первому купону не позднее, чем за 7 дней до даты начала размещения.

На доходность ценных бумаг влияет налогообложение, у ОФЗ оно имеет следующие особенности: 1. Купонный доход в виде процента к номинальной стоимости по ОФЗ с переменным купонным доходом (далее: облигации) не облагается налогом на прибыль у юридических лиц и подоходным налогом у физических лиц,

2. При обращении облигаций образуется накопленный купонный доход - часть купонного дохода в виде процента к номинальной стоимости облигации, рассчитываемого пропорционально количеству дней, прошедших от даты выпуска облигаций или даты выплаты предшествующего купонного дохода, включаемый в цену сделки.[[14]](#footnote-14)

Формула доходности по ОФЗ:

D=([H+C /(1-T)] : [P+A /(1-T)] - 1) х 365/t х 100%,

где N - номинал облигации в рублях, C - купон в рублях, D - доход,

T - купонный период в днях, P - цена ОФЗ без учета накопленного дохода

A - накопленный доход, t - срок до выплаты купонов в днях

Величина купона в рублях - С- вычисляется по формуле:

С=(R/100) x (T/365) x T,

где R - купонная ставка в % годовых, T - купонный период.

Величина накопленного дохода - А - вычисляется по формуле:

А=(С/Т) х (Т-t).

В конце декабря 1997 года доходность на рынке ОФЗ понемногу снизилась, стабилизировалась на уровне 29-30% годовых.

Облигации Государственных Сберегательных Займов (ОГСЗ) выпускаются Правительством РФ для покрытия дефицита бюджета. ОГСЗ предоставляет право на получение дохода выше уровня доходности по другим видам государственных ценных бумаг. Первый выпуск ОГСЗ с 27 сентября 1995 года обеспечил доход в размере 102,72% годовых.

При обращении ОГСЗ налоговые льготы распространяются на часть суммы накопленного купонного дохода, рассчитываемого как разницу между накопленным купонным доходом и доходом, уплаченным при приобретении.

Первые торговые сессии на Российской бирже показали устойчивый рост спроса на ОГСЗ. Новый финансовый инструмент, появившийся на государственном рынке ценных бумаг, решит вопрос о сохранении средств средних и мелких инвесторов в условиях инфляции и экономической нестабильности.

Государство получает возможность заимствовать временно свободные денежные средства физических лиц на длительный срок.

В конце декабря 1997 года инвестиционная привлекательность и ликвидность рынка ОГСЗ опять упали до минимального уровня. Реальных сделок осуществляется мало. Участники рынка настроены на продажу облигаций. Причина снижения интереса - недавнее падение доходности ОГСЗ ниже уровня ГКО с аналогичным сроком погашения.

Казначейские обязательства (КО), выпуск которых начался с 1995 года, позволил частично решить проблемы финансирования ряда программ, предусмотренных в федеральном бюджете. На сегодняшний день с помощью КО проводится бюджетное финансирование учреждений МВД, ВПК, энергетики и сельского хозяйства. Выпускаются КО в безбумажном режиме в виде записи на счетах "депо" в уполномоченных Минфином РФ депозитариях.

Перспективы рынка КО проблематичны, т.к. КО стимулирует инфляцию. Увеличивая объём эмиссии КО, государство подрывает доходную часть бюджета т.к. не менее 65-70% от выпущенных КО в течение одного месяца обращения возвращаются в бюджет в виде налоговых освобождений. Суть казначейских налоговых освобождений заключается в том, что государство погашает часть своих долгов перед предприятиями путём зачета (не взимания) платежей в Федеральный бюджет. Погашение и обмен на налоговое освобождение происходит по текущему курсу КО, который рассчитывается по формуле:

Tk = H + H x (t x P/100) / 360,

где Tk - текущий курс КО, H - номинал, t - срок обращения,

P - ставка процентного дохода по КО.

Тот факт, что КО может быть досрочно обменено на налоговое освобождение, делает рынок этих обязательств достаточно оживленным. КО, как и ГКО, являются наиболее ликвидными обязательствами Российского Правительства, обращающимися на внутреннем рынке. Льготы по налогам распространяются только на доход, выплачиваемый государством.

Золотые сертификаты, выпущенные Минфином РФ в 1993г. сроком на 1 год, были размещены в 1994 году. Гарантированная доходность по сертификату начисляется ежеквартально. На золотой сертификат распространяются налоговые льготы. Золотой сертификат является низко доходной ценной бумагой т.к. размещена лишь незначительная часть эмиссии и вторичный рынок практически отсутствовал.

Выпуск ценных бумаг субъектами Российской Федерации и органами местного самоуправления - наиболее неразработанный с законодательной точки зрения вопрос.[[15]](#footnote-15) В соответствии с Законом о Госдолге, эти бумаги не включаются в государственный внутренний долг, и федеральное Правительство не несет по ним ответственности. Займы не оказывают влияния на развитие региональных рынков ценных бумаг. Они выпускаются под реализацию одного проекта (как правило, жилищного), эмитенты не распространяют информацию об эмиссии и препятствуют участию в займе инвесторов из других регионов. Не решен вопрос налогообложения таких бумаг. Решения Комиссии по ценным бумагам о придании этим бумагам статуса государственных и освобождении от налогообложения соответствующего дохода не может быть признано легитимным, т.к. вопросы налогообложения относятся к компетенции законодательной власти. Данные условия не способствуют развитию и активизации столь важного сегмента фондового рынка.

Итак, в первой главе данной работы была дана общая характеристика государственных ценных бумаг и рассмотрены подробно основные виды государственных ценных бумаг (облигации федерального займа, облигации государственного сберегательного займа, казначейские обязательства, облигации внутреннего государственного валютного займа и золотые сертификаты).

# ГЛАВА 2. АНАЛИЗ РАЗВИТИЯ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

# 2.1 Анализ структуры рынка государственных ценных бумаг

Для начала необходимо дать общую характеристику рынка ценных бумаг в РФ. В 2007-2008 году заметно возросла роль финансового рынка в экономике. Одним из важнейших международных показателей, иллюстрирующих такую роль, является соотношение капитализации рынка ценных бумаг и объемов ВВП. Этот показатель фактически измеряет пропорцию, в которой движение материального богатства государства отражается в стоимости финансовых активов. Также он отчасти свидетельствует об уровне развития рыночных принципов функционирования экономики, так как увеличение масштабов финансового рынка по отношению к «реальной экономике» косвенно отражает укрепление механизмов формирования справедливых рыночных цен на составляющие национального богатства.

На протяжении длительного времени (1997 – 2006 гг.) соотношение капитализации фондового рынка и ВВП не превышало 20%. Согласно Стратегии к 2009 году соотношение капитализации к ВВП должно было составить 70%, но уже в 2007 году этот целевой показатель был превышен. Капитализация рынка акций на конец 2007 года составила 32, 3 трлн. рублей при объеме ВВП почти 33 трлн. рублей. Таким образом, впервые в истории российского финансового рынка соотношение «капитализация/ВВП» вплотную приблизилось к 100%.[[16]](#footnote-16)

В 2007 году стоимость находящихся в обращении корпоративных облигаций по отношению к ВВП выросла до 3, 7% (целевой показатель Стратегии на 2008 год – 4, 5%)

Укрепление роли финансового рынка в экономике сопровождалось ростом объемов биржевых торгов, увеличением ликвидности российского финансового рынка, а также ростом обращений российских компаний к фондовому рынку как к источнику долгосрочных инвестиций.

Объем биржевой торговли акциями на российских биржах в 2007 году составил 31,4 трлн. рублей, то есть так же приблизился к уровню ВВП. Во многом такой рост был обусловлен расширением российскими компаниями практики привлечения инвестиций на фондовом рынке. Это, в свою очередь, в еще большей степени сказалось на показателях рыночной капитализации. Так, в течение 1997 – 2006 гг. увеличение курсовой стоимости обращающихся на рынке акций на 90%, а иногда на все 100% обеспечивало прирост совокупной капитализации рынка. Фактически приток на рынок новых ценных бумаг отсутствовал. В 2007 году уже свыше 30% прироста капитализации рынка ценных бумаг было обеспечено новыми эмиссиями, а в 2008 году новые эмиссии обеспечили почти 50% роста рыночной капитализации.

В результате за последние годы возросла конкурентоспособность российского финансового рынка. Так, с 2004 по 2007 годы удельный вес России в совокупной капитализации 48 крупнейших финансовых рынков мира возрос с менее чем с 1% до 2,4%. При этом соотношение объемов сделок с российскими акциями на внутреннем и зарубежных рынках практически составило 70% на 30% в пользу внутреннего рынка. Согласно Стратегии достижение этой пропорции ожидалось в 2009 году.[[17]](#footnote-17) Таким образом, массового оттока ценных бумаг с российского рынка на зарубежные рынки не наблюдается. Вместе с тем, эти достижения пока крайне неустойчивы, и конкуренция мировых финансовых центров за право организовывать торговлю российскими активами существенно обострилась. В этих условиях необходимы значительные усилия по удержанию российских ценных бумаг на отечественных торговых площадках.

В 2007 году объем зарегистрированных ФСФР России выпусков эмиссионных ценных бумаг по номинальной стоимости составил 1889, 3 млрд. рублей. Из них 626, 7 млрд. рублей составили выпуски облигаций и 1262, 6 млрд. рублей – акции. По открытой подписке было размещено соответственно акций на сумму 74, 6 млрд. рублей и облигаций на сумму 616, 4 млрд. рублей. Всего по открытой подписке размещено эмиссионных ценных бумаг на сумму 691 млрд. рублей, что эквивалентно 10% к величине инвестиций в основной капитал.

В то же время, по существующим оценкам рыночная стоимость публичного размещения акций в 2007 году приблизилась к 30 млрд. долларов или 740 млрд. рублей. Таким образом, объем капитала, привлеченного путем публичного выпуска акций и облигаций, может быть оценен в размере около 1360 млрд. рублей или более 21% от объема инвестиций в основной капитал

С учетом размещения еврооблигаций на зарубежных рынках (порядка 37 млрд. долларов США) соотношение объема капитала, привлеченного российскими компаниями посредством эмиссии ценных бумаг, и объема инвестиций в основной капитал превысило 35%

В таблице 2.1. представлены выписки эмиссионных ценных бумаг в 2007 году.[[18]](#footnote-18)

Таблица 2.1 Выпуски эмиссионных ценных бумаг в 2007 году

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Выпуски эмиссионных ценных бумаг в 2007 году | Акции\* | Облигации | Всего |
| Открытая подписка, млрд. руб. | 74,6 | 616,4 | 691 |
| Закрытая подписка, млрд. руб. | 550,6 | 10,3 | 560,9 |
| Прочие\*\*, млрд. руб. | 637,4 | - | 637,4 |
| Всего, млрд. руб. | 1262,6 | 626,7 | 1889,3 |
| Инвестиции в основной капитал (оценка 2007), млрд. рублей | 6418,7 |

\* по номинальной стоимости

\*\* в т. ч.: распределение, конвертация, приватизация.

В последние годы наблюдается устойчивая тенденция роста роли российского финансового рынка в процессе трансформации индивидуальных сбережений в инвестиции. Об этом свидетельствует существенное расширение институтов коллективных инвестиций. По итогам 2007 года пайщиками паевых инвестиционных фондов являлись более 1640 тыс. человек. За год число пайщиков выросло на 12% притом, что число паевых фондов увеличилось более чем на 50%. Указанная пропорция между ростом численности пайщиков и паевых фондов свидетельствует о повышении конкуренции со стороны управляющих фондами за инвесторов и об опережающем расширении видов инструментов коллективного инвестирования. Это обеспечивает потенциально высокую емкость рынка таких услуг в России. На конец 2007 года в России действовало 1030 паевых инвестиционных фондов по сравнению с 642 фондами в 2006 году.

За прошедший год наиболее высокими темпами выросло число закрытых инвестиционных фондов недвижимости и открытых фондов акций. Активы закрытых фондов недвижимости за год выросли на 171%. Число открытых фондов акций увеличилось более чем на 90%, а объем их чистых активов – на 76%. Суммарный объем чистых активов действующих паевых инвестиционных фондов достиг 766, 8 млрд. рублей. Прирост чистых активов за год составил 346, 9 млрд. рублей, что примерно равно 17% от величины сбережений населения в 2007 году и превышает прирост величины сбережений за год. (см. табл. 2. 2.)

Таблица 2.2 Статистика инвестиционных паевых фондов России в 2007-2008 гг.

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Статистика паевых инвестиционных фондов | 2007 | 2008\* | Прирост (%) |
| Стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов, млрд. руб.,в том числе: | 419,9 | 766,8 | +82,6 |
| закрытых фондов недвижимости, млрд. руб. | 70,3 | 190,2 | +170,5 |
| открытых фондов акций, млрд. руб. | 43,7 | 77,1 | +76,4 |
| Число пайщиков паевых инвестиционных фондов,в том числе: | 1465996 | 1735878 | +18,4 |
| закрытых фондов недвижимости | 2384 | 3616 | +51,7 |
| открытых фондов акций | 142245 | 327063 | +129,9 |
| Денежные доходы населения, млрд. рублей | 17267,3 | 21138,9 | +3871,6\* |
| Использовано денежных доходов населения на сбережения, млрд. рублей | 3539,8 | 3762,7 | +222,9\* |

\* прирост в млрд. рублей

В 2008 году соотношение стоимости имущества, составляющего совокупные чистые активы инвестиционных фондов, а также пенсионных накоплений и пенсионных резервов к ВВП увеличилось до 5% (целевой ориентир Стратегии на 2009 год – 6%).[[19]](#footnote-19)

Одновременно с развитием институтов коллективного инвестирования ускорился процесс формирования розничных инвесторов на фондовом рынке. За год число физических лиц, зарегистрированных в торговой системе Фондовой биржи ММВБ, возросло более чем в 2 раза с 199 тысяч до 417 тысяч человек. Соотношение численности физических лиц, непосредственно участвующих в сделках на фондовом рынке, и численности участников схем коллективного инвестирования возросло с 14 до 25% в пользу тех, кто готов напрямую совершать сделки с ценными бумагами (см. табл. 2.3.)

Таблица 2.3 Сделки физических лиц на фондовом рынке в России

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Количество физических лиц, использующих различные способы участия на финансовом рынке | 2007 | 2008\* | Прирост (%) |
| Количество участников системы негосударственного пенсионного обеспечения, человек | 6420700 | 6624500 | +3,17 |
| Число пайщиков паевых инвестиционных фондов, человек | 1465996 | 1642149 | +12 |
| Количество физических лиц – уникальных клиентов торговой системы Фондовой биржи ММВБ | 198973 | 417400 | +110 |
| Число физических лиц – уникальных клиентов торговой системы Фондовой биржи ММВБ к численности пайщиков паевых инвестиционных фондов, %% | 13,6 | 24,8 | +76 |

Увеличение внутреннего спроса на российском финансовом рынке с одной стороны, расширение использования возможностей российского фондового рынка акционерными обществами для привлечения инвестиционных ресурсов создает более устойчивую основу функционирования российского рынка государственных ценных бумаг, его большую ориентированность на потребности национальной экономики и снижение относительной зависимости от конъюнктуры мировых финансовых рынков. Особенно наглядно рост относительной независимости российского рынка ценных бумаг от глобальных рынков проявился в конце 2007 – в начале 2008 годов. Хотя на определенном этапе глобального падения котировок мировых финансовых рынков аналогичная негативная динамика котировок наблюдалась и в России, тем не менее, впервые за последние 10 лет в отдельные периоды кризиса (декабрь 2008 – январь 2009) российские биржевые индексы не только снижались в меньшей пропорции, чем зарубежные индексы, но и росли вопреки общему падению мировых биржевых индексов.

Рис. 2.1 Структура выпуска ценных бумаг

В 2007 году были выпущены государственные ценные бумаги на сумму 320 млрд. руб., из них 280 млрд. руб. приходится на облигации федеральных займов, 40 млрд. рублей - на государственные краткосрочные облигации. А в 2008 году были выпущены государственные ценные бумаги на сумму 479 млрд. рублей. Из них 314 млрд. рублей приходится на облигации федеральных займов, 175 млрд. рублей - на государственные краткосрочные облигации, Как сообщает пресс-служба правительства, в 2009 году общий объем выпуска составит 512 млрд. рублей, из них ОФЗ - 392 млрд. рублей и ГКО - 120 млрд. рублей. Объем выпуска государственных ценных бумаг в 2010 году установлен на уровне 698 млрд. рублей, из которых на ОФЗ приходится 538 млрд. рублей и на ГКО - 160 млрд. рублей. По итогам 2007 г. объем государственного внутреннего долга РФ в ценных бумагах вырос примерно на 12,5% – с 756,8 до 851,2 млрд. руб. (в долях ВВП произошло снижение долга с 4,45 до 3,93% ВВП). [[20]](#footnote-20)

За первые 3 квартала 2007 г. объем государственного внешнего долга РФ (органы государственной власти и органы денежно-кредитного регулирования) сократился со 105,6 до 81,4 млрд. долл., или на 22,9% (по данным ЦБ РФ). В то же время частный сектор (банки и компании) увеличил свою задолженность перед нерезидентами со 108,9 до 146,9 млрд. долл. (+34,9%). Таким образом, суммарный внешний долг РФ по итогам 9 месяцев 2007 г. вырос со 214,5 до 248,3 млрд. долл.

В течение 2007 г. Министерство финансов РФ успешно провело 20 аукционов по размещению ГКО/ОФЗ объемом около 165,7 млрд. руб., что несколько ниже аналогичного показателя за 2006 г. При этом фактический объем размещения составил 116,6 млрд. руб. По состоянию на 30 декабря 2007 г. объем рынка ГКО/ОФЗ составлял 721,57 млрд. руб.

Консолидированный региональный бюджет в 2007 г. был сведен с профицитом в 57,1 млрд. руб., что соответствует 1,6% его расходной части, или 0,26% ВВП. Бюджеты субъектов Федерации были сведены с профицитом почти в 53,8 млрд. руб. (2,3% от расходной части), бюджеты муниципальных образований – с дефицитом в 9,4 млрд. руб. (0,8% расходной части).

Величина накопленного долга консолидированного регионального бюджета выросла в 2007 г. до 20,2 млрд. руб., или 0,09% ВВП. Увеличение долга вызвано ростом внутренней задолженности (т.е. задолженности, номинированной в рублях). Внешняя задолженность региональных консолидированных бюджетов сократилась на 2,2 млрд. руб., внутренняя – возросла на 22,3 млрд. руб.

В прошлом году были зарегистрированы облигационные займы 25 субъектов Федерации и 13 муниципальных образований (в 2007 г. – 24 региональных и 10 муниципальных займов). Общий объем размещаемых облигаций составил 81,2 млрд. руб. (в 2007 г. – 79,4 млрд. руб.), снизившись за год с 0,47 до 0,37% ВВП.

В 2008 г. суверенный рейтинг России был повышен на две ступни до уровня «ВВВ» агентством Standard&Poor’s, на одну ступень, также до уровня «ВВВ» – агентством Fitch и до уровня «Baa2» – агентством Moody’s. При этом продолжился процесс повышения кредитного рейтинга территориальных органов власти (например, Москвы, Санкт-Петербурга).

На фоне улучшения бюджетной ситуации в большинстве субъектов Российской Федерации интенсифицировался процесс урегулирования просроченной задолженности. По данным Минфина России на октябрь 2008 г. объем просроченной задолженности снизился по сравнению с октябрем 2007 г. более чем вдвое – с 29 до 14,2 млрд. руб. в номинальном выражении, составив 0,39% от доходной части консолидированного регионального бюджета, или 0,07% ВВП.[[21]](#footnote-21)

Таким образом, в 2007 году впервые в истории российского финансового рынка соотношение «капитализация/ВВП» вплотную приблизилось к 100%, что говорит о высоком уровне развития рыночных принципов функционирования экономики, так как увеличение масштабов финансового рынка по отношению к «реальной экономике» косвенно отражает укрепление механизмов формирования справедливых рыночных цен на составляющие национального богатства массового оттока ценных бумаг с российского рынка на зарубежные рынки не наблюдается. Вместе с тем, эти достижения пока крайне неустойчивы, и конкуренция мировых финансовых центров за право организовывать торговлю российскими активами существенно обострилась. В этих условиях необходимы значительные усилия по удержанию российских ценных бумаг на отечественных торговых площадках.

Также, как сообщает пресс-служба правительства, в 2009 году общий объем выпуска государственных ценных бумаг составит 512 млрд. рублей, из них ОФЗ - 392 млрд. рублей и ГКО - 120 млрд. рублей. Объем выпуска государственных ценных бумаг в 2010 году установлен на уровне 698 млрд. рублей, из которых на ОФЗ приходится 538 млрд. рублей и на ГКО - 160 млрд. рублей.

# 2.2 Динамика операций с государственными ценными бумагами

В 2007 г. Министерство финансов России продолжало наращивать объем эмиссии выпусков ОФЗ. По итогам года номинальный объем торгуемых на этом рынке облигаций увеличился на 19,6% и достиг 1,05 трлн. руб. Общий объем первичного размещения ОФЗ на аукционах в 2007 г. составил 251,98 млрд. руб., что на 32% превышает соответствующий показатель предыдущего года.

В структуре рынка государственных ценных бумаг в 2007 г. по-прежнему отсутствовали государственные краткосрочные облигации (ГКО), поскольку потребность в краткосрочных инструментах удовлетворялась операциями Банка России. Размещение облигаций Банка России (ОБР) в 2007 г. превысило 570,85 млрд. руб. Одним из основных результатов 2007 года является значительный рост объема вторичных торгов. Так, объем заключенных на вторичных торгах сделок увеличился в 14,7 раза по сравнению с уровнем 2006 г. и составил 8,68 трлн. руб. Одной из основных причин такого роста оборотов стало снижение с 1 июля 2007 г. ставок комиссионного вознаграждения по операциям на вторичных торгах и аукционах по размещению облигаций более чем в 2 раза. Ставка комиссии по операциям на аукционах и вторичных торгах (основной режим) составила произведение 0,0001% от суммы каждой сделки на срок до погашения (в днях), но не более 0,01% от суммы каждой сделки. В то же время размер комиссии по внесистемным сделкам составил произведение 0,0001% от суммы каждой сделки на срок до погашения (в днях), но не более 0,02% от суммы каждой сделки и не более 5000 руб.

В качестве еще одной важной предпосылки позитивной динамики развития рынка ОФЗ необходимо отметить сохранение Министерством финансов России политики эмиссии эталонных выпусков облигаций с ключевыми сроками до погашения и большими объемами обращения. Такие эталонные выпуски служат четкими ориентирами для построения кривой доходности по государственным ценным бумагам.

Крайне высокими темпами в 2007 г. развивался рынок РЕПО. Сделки РЕПО стали одним из основных инструментов Банка России по рефинансированию банковской системы, а также крайне активно использовались участниками для привлечения/предоставления денежных средств: их объем (включая междилерское, прямое и обратное РЕПО с Банком России) составил 12,97 трлн. руб. (рост в 3,6 раза). Рекордные обороты на рынке РЕПО были достигнуты в III-IV кв. 2007 г. и отчасти обусловлены обострением ситуации с банковской ликвидностью в этот период. Особую роль сыграли операции прямого РЕПО с Банком России. Эти операции продемонстрировали рекордные обороты во второй половине 2007 г., что стало следствием проблем с ликвидностью банковской системы. В целом объем операций прямого РЕПО в 2007 г. составил 7,74 трлн. руб., что в 4 раза выше, чем в 2006 г.

Четко прослеживается рост популярности операций междилерского РЕПО. Объем сделок междилерского РЕПО достиг по итогам 2007 г. 5,14 трлн руб. (рис. 2.2. ), что в 3,9 раза превышает аналогичный показатель за 2006 г. Можно утверждать, что рынок междилерского РЕПО остается важным и динамично развивающимся сегментом денежного рынка, позволяющим участникам эффективно привлекать/предоставлять денежные средства, обеспеченные высоконадежными ценными бумагами. Индикаторы уровня процентных ставок по операциям междилерского РЕПО становятся все более и более репрезентативными, выполняя роль индикаторов денежного рынка. Среди сроков РЕПО в 2007 г. преобладали 1, 7 и 14 дней, которые сформировались в качестве ключевых в течение последних лет. Относительно структуры операций междилерского РЕПО в разрезе сроков РЕПО можно сделать вывод о сохранении тенденции к увеличению доли однодневного РЕПО за счет сокращения объема операций РЕПО на более длительные сроки (рис. 3). Так, доля операций РЕПО сроком на 1 день выросла в 2007 г. чуть менее чем в 2 раза по сравнению с предыдущим годом.

Депозитные и кредитные операции Банка России в 2007 г. продолжили динамично развиваться, что выражалось в увеличении объема торгов, количества сделок и числа участников на протяжении всего года. Объем депозитных сделок в 2007 г. превысил 722 млрд. руб., что более чем на 50% выше объема данных операций в 2006 г., а количество участников таких операций возросло до 172 кредитных организаций. Таким образом, проведение Банком России этих операций с использованием системы торгов ММВБ становится все более и более востребованным.

Значимым событием 2007 г. также явилось начало проведения Банком России кредитных операций (ломбардное кредитование) с использованием системы торгов ММВБ. Первая сделка ломбардного кредитования была заключена в августе в системе торгов ММВБ на фиксированных условиях под 7% годовых на сумму 1 млн. руб. сроком на 7 дней реализованные проекты. Расширение списка инструментов, с которыми возможно заключение сделок на рынке государственных ценных бумаг, в первую очередь, направлено на обеспечение возможности использования их в операциях прямого РЕПО с Банком России. В 2007 г. произошло существенное снижение требований для включения ценных бумаг в Ломбардный список Банка России и последующее расширение Ломбардного списка. В результате был произведен допуск рекордного числа облигаций к торгам на рынке государственных ценных бумаг: в 2007 г. были допущены к торгам 100 новых выпусков субфедеральных и корпоративных облигаций 53 эмитентов. Благодаря этому были существенно увеличены возможности банков по рефинансированию, что нашло свое отражение в резком росте доли субфедеральных и корпоративных облигаций в операциях как прямого РЕПО с Банком России, так и междилерского РЕПО. Кроме того, были предприняты меры по упрощению процедуры допуска ценных бумаг к торгам на рынке государственных ценных бумаг, в результате чего значительно сократился период времени, затрачиваемого на допуск новых выпусков ценных бумаг к торгам.[[22]](#footnote-22)

В ноябре 2007 г. перечень операций по ломбардному кредитованию был расширен за счет введения нового инструмента, предполагающего предоставление Банком России кредита на фиксированных условиях на срок 1 день. Новый инструмент по ломбардному кредитованию:

* предоставляется на ежедневной основе;
* предоставляется по фиксированным процентным ставкам;
* предоставляется в день заключения сделки.

Введение нового инструмента в дополнение к существовавшим ранее ломбардному кредиту "1 неделя" (фиксированная ставка) и ломбардному кредиту "2 недели" (аукционная основа) расширяет возможности участников по проведению краткосрочных операций на денежном рынке. Помимо этого, была обеспечена возможность проведения Банком России депозитных операций на условиях "до востребования" в соответствии с новым порядком, установленным Банком России.

В рамках совершенствования механизма проведения торгов на рынке государственных ценных бумаг был подготовлен переход к новому временному регламенту проведения торгов, который предусматривает продление основной торговой сессии за счет переноса времени начала торгов с 11:00 на 10:30 по московскому времени. Это позволит участникам более эффективно реагировать на ситуацию на финансовых рынках (см. таблицу). Новый временной регламент вступил в силу с 9 января 2007 г.

В связи с валютной либерализацией с 1 января 2007 г. был изменен порядок учета средств инвесторов-нерезидентов, работающих на рынке государственных ценных бумаг. В связи с этим был осуществлен переход к использованию стандартных денежных счетов и разделов счетов депо для учета денежных средств и ценных бумаг инвесторов-нерезидентов. Также изменение схемы организации денежных расчетов произошло в связи с созданием филиальной сети Расчетной палаты ММВБ.

В 2008 г. рынок государственных ценных бумаг и денежный рынок на ММВБ продемонстрировали рекордные темпы роста оборотов. Общий объем сделок в 4,8 раза превысил уровень 2007 г. и составил 23,19 трлн. руб., включая аукционы и вторичные торги, операции РЕПО и депозитные и кредитные операции Банка России. Столь значительный рост объемов торгов, с одной стороны был обусловлен реализацией ММВБ и регулирующими органами ряда проектов, направленных на повышение ликвидности рынка, и возросшей потребностью участников в инструментах управления ликвидностью - с другой.

Итак, в 2008 г. рынок государственных ценных бумаг и денежный рынок на ММВБ продемонстрировали рекордные темпы роста оборотов. Общий объем сделок в 4,8 раза превысил уровень 2007 г. и составил 23,19 трлн. руб., включая аукционы и вторичные торги, операции РЕПО и депозитные и кредитные операции Банка России. Столь значительный рост объемов торгов, с одной стороны был обусловлен реализацией ММВБ и регулирующими органами ряда проектов, направленных на повышение ликвидности рынка, и возросшей потребностью участников в инструментах управления.

В 2007 году Минфин разместил ОФЗ с амортизацией долга (ОФЗ-АД) на 6,67 млрд. руб. по номиналу со сроком обращения 9,5 лет по доходности 12,94% годовых. ОФЗ-АД - это облигации федерального займа с амортизацией долга, погашение основной суммы по которым происходит не единовременно, а частями. При этом по этим облигациям, как и по обычным ОФЗ, в период их обращения производятся регулярные выплаты накопленного купонного дохода (погашение купонов). Размещение на рынке бумаг со столь длительным сроком обращения по доходности менее 13% годовых является несомненным достижением Минфина. Доходность по этим бумагам станет теперь ориентиром доходности долгосрочных финансовых инструментов на российском рынке.

На рынке государственных ценных бумаг за последние годы произошли позитивные изменения: проведена новация по государственным ценным бумагам, восстановлено доверие участников рынка, отлажена инфраструктура и нормативное регулирование рынка государственных ценных бумаг. Благодаря эффективной долговой и макроэкономической политике удалось полностью восстановить доверие инвесторов к рынку внутренних заимствований, что привело к значительному увеличению ликвидности рынка и объемов размещаемых на нем финансовых инструментов. Значительно улучшились качественные характеристики рынка:

* снижен уровень доходности по государственным облигациям;
* стратегия формирования портфеля государственных внутренних обязательств, основанная на предложении разнообразных финансовых инструментов, была положительно воспринята инвесторами;
* значительно увеличились ликвидность рынка и ежедневный оборот по государственным облигациям. При этом наиболее значительный оборот на рынке приходится на “длинные” инструменты.

На 3 апреля 2007 года объем внутреннего долга, выраженного в государственных бумагах, составил 880 572,443 млн. руб., тогда как по состоянию на 1 января 2006 года он составлял 756820,0 млн. рублей. Таким образом, увеличение государственного внутреннего долга за этот период составило 14,5 % или 123752,443 млн. руб.

За прошедший год доли облигаций нерыночного займа, краткосрочных облигаций и ОФЗ с переменным купонным доходом отсутствовали на рынке внутреннего долга, при этом на 9 процентных пунктов (п.п.) увеличился удельный вес ОФЗ с постоянным купонным доходом, а доля ОФЗ с фиксированным купонным доходом снизилась на 8 п.п. Соответственно прирост удельного веса ОФЗ с амортизацией долга составил 1 п.п. Увеличение внутреннего долга, наблюдающееся на протяжении последних лет, происходит в основном за счет прироста объема задолженности выраженной ОФЗ-АД, которая является, можно сказать, единственным инструментом на рынке, обладающим хорошей ликвидностью.

Благоприятная внешнеэкономическая конъюнктура способствовала снижению объема долга в виде ГКО, поскольку необходимость финансирования временных кассовых разрывов практически отсутствует. Соответственное снижение объема долга произошло и в виде ОФЗ-ПК, так как расчет переменной купонной ставки привязан к доходности ГКО.

В апреле 2008 г. Правительство РФ рассмотрело долговую стратегию на 2009-2011 гг. Два года назад был рассмотрен аналогичный документ на период 2006-2008 гг. В принципе документ сохраняет ту позицию, которую Минфин выбрал еще 2 года назад: государственный долг Российской Федерации и совокупный государственный долг должен уменьшаться по отношению к ВВП, при этом доля государственного внутреннего долга должна расти.[[23]](#footnote-23)

Следующая позиция - развитие национального рынка государственных ценных бумаг и сохранение консервативной политики в области государственных заимствований, позволяющей не только привлекать средства на рынке, но и использовать ресурсы стабилизационного фонда для погашения текущего внешнего долга. Одновременно с этим меняется структура долга. Правительство постепенно приближаемся к той цели, которую поставило себе в 2007 году: привести соотношение внутреннего и внешнего долга к значениям 50/50. Так, на сегодняшний день этот показатель составляет примерно 20/80, а к концу 2009 г. достигнет примерно 43/57.

Прогнозируется достаточно существенный рост объема долга, выраженного в государственных ценных бумагах. На данный момент объем долга равен 880,6 млрд. руб., а к концу 2009 г. рублевый долг выраженный в государственных облигациях составит примерно 1,5 трлн. руб. При этом для нужд пенсионной системы начинается выпуск специальных ценных бумаг - государственных сберегательных облигаций. Первое размещение пройдет уже в этом году. К 2009 г. по оценкам экспертов, около 300 млрд. руб. будет приходиться на рынок государственных сберегательных облигаций и около 1250 млрд. руб. - на рынок облигаций федерального займа.

Существует ряд мнений специалистов, что экспансия внутреннего долгового финансирования имеет многочисленные отрицательные последствия для экономики страны.

Одним из негативных последствий внутренних государственных заимствований является так называемый «эффект вытеснения частных компонентов совокупного спроса». Его суть состоит в следующем. Если правительство выпускает облигации государственных займов, номинированных в национальной валюте, то спрос на кредитные ресурсы внутри страны возрастает, что приводит к увеличению средних рыночных процентных ставок (или их меньшему снижению, чем могло бы быть в отсутствие государственных заимствований). Если внутренние процентные ставки изменяются гибко (ситуация ограниченной иностранной мобильности капитала), то их увеличение (неснижение) может быть достаточно существенным для того, чтобы отвлечь значительные кредитные ресурсы от негосударственного сектора. В результате частные инвестиции, чистый экспорт и частичные потребительские расходы снижаются. Таким образом, рост долгового финансирования государственных расходов «вытесняет» все виды негосударственных расходов: снижается инвестиционный и потребительский спрос, а также чистый экспорт. Величина вытеснения частных инвестиций, безусловно, заслуживает более глубокого анализа, поскольку подобное вытеснение может иметь очень серьезные отрицательные последствия для экономики в долгосрочном периоде, а именно:

- снижение частных инвестиций через какое-то время выразится в меньшем запасе капитала в экономике. Это предполагает в долгосрочном периоде меньший выпуск (ВВП) и национальный доход, больший уровень безработицы;

- ресурсы перемещаются от частного сектора к государственному, менее эффективному по своей природе. Кроме того, снижается эффективность экономики, поскольку в результате размещения государственных долгов отвлекаются дополнительные средства из производственного сектора в финансовый.

На основе составленной модели рынка денег была сделана попытка оценить величину эффекта вытеснения частных инвестиций в России за последние 10 лет.[[24]](#footnote-24) Согласно расчетам эффект вытеснения частных инвестиций за этот период в среднем составлял 73,5%, т. е. каждый рубль увеличения государственных внутренних заимствований в среднем отнимал 73,5 коп. от объема частных инвестиций в экономику.

В настоящий момент величина эффекта вытеснения частных инвестиций значительно меньше благодаря благоприятной конъюнктуре рынка денег, она составляет 24,5%. В то же время нельзя забывать, что это деньги, отнятые у частного сектора. Так, осуществляя заимствования в размере 10 млрд. руб., государство лишает частный сектор кредитных ресурсов в размере 2,45 млрд. руб. со всеми вытекающими последствиями для экономики страны. «Вытеснение» чистого экспорта происходит в результате роста курса национальной валюты вследствие повышения процентных ставок. Речь идет о том, что, если бы не были осуществлены государственные внутренние заимствования, ставки в национальной валюте были бы ниже, что оказало бы понижающее влияние на курс национальной валюты. В результате возрос бы выпуск экспортных и импортозамещающих товаров, а также снизился бы импорт товаров Чистый экспорт, представляющий собой разницу экспорта и импорта, является важной составной частью совокупного выпуска (ВВП). Пытаясь защитить свои экспортные и импортозамещающие отрасли, российские монетарные власти ведут сейчас активную борьбу с укреплением курса рубля. В то же время более логичным в данном случае представляется использование механизмов долговой политики, а именно резкое сокращение объема внутренних заимствований. В настоящий момент наблюдается значительный бюджетный профицит, и государство не нуждается в дополнительном финансировании в виде внутренних заимствований. Вследствие резкого сокращения внутренних государственных заимствований произойдет снижение процентных ставок в национальной валюте. В результате исчезнет «эффект вытеснения», в частности относительно снизится курс рубля, что будет выгодно отечественным производителям (защита чистого экспорта).

Надо сказать, что перечень негативных эффектов внутренних государственных заимствований отнюдь не ограничивается «эффектом вытеснения». В этой связи, предполагаемую политику правительства по замещению внешнего долга внутренними заимствованиями нельзя признать целесообразной в данный момент, так как она совершенно оторвана от российской действительности и не связана с существующими реалиями. Это объясняется тем, что:

1) Всегда есть опасность того, что с помощью внутреннего долга будет осуществляться финансирование бюджета.

2) Для проведения эффективной политики внутреннего заимствования должны быть сформулированы жесткие ограничения по использованию привлеченных таким образом средств. Пока эти вопросы регулируются в соответствии с внутренним законодательством страны, стимулирование рынка внутренних обязательств опасно, так как в этих условиях государство действует по своему усмотрению. Данные вопросы должны регулироваться в соответствии с международным законодательством, когда отказ государства от погашения своих долговых обязательств влечет за собой международные санкции, включающие всю полноту ответственности государства в таких случаях (вплоть до признания страны банкротом).

3) Современные теории инфляции отводят большую роль в объяснении темпов инфляции в стране величине государственного долга. Существует целый ряд механизмов, с помощью которых рост государственного долга оказывает влияние на уровень инфляции.

Таким образом, курс на внутренние заимствования сегодня сомнителен и явно преждевременен. Россия пока не достигла уровня развития, достаточного для эффективного внедрения этого механизма.[[25]](#footnote-25)

В государственной политике заимствований, в вопросе формирования предпочтения внешним или внутренним заимствованиям, единственным критерием должна быть стоимость заимствований. В этом вопросе не нужно опираться только на внутренних или внешних заимствований. Всегда нужно исходить из экономической целесообразности. Если заимствования на внешнем рынке дешевле и условия выгодней (что имело место в 2007 г.), то нужно занимать извне. В целом же, для эффективного проведения политики заимствований, прежде всего, необходимо создание цивилизованного рынка капиталов в стране и проведение реформирования банковской системы.

Таким образом, проведение правительством в ближайшем будущем масштабных внутренних заимствований приведет к дестимулированию инвестиционной деятельности внутри страны, поэтому текущая деятельность правительства в вопросе заимствований, на наш взгляд, лишена экономической целесообразности.

Принимая озвученные выше решения в области управления госдолгом, правительство фактически демонстрирует свое бессилие в налоговом реформировании, делая акцент на масштабном расширении внутренних заимствований. Государству проще изъять средства из экономики, лишив хозяйствующие субъекты возможности для развития, чем, проводя налоговую либерализацию, построить эффективную и стимулирующую налоговую систему, когда, развиваясь и без ущерба для себя, предприятия будут сами перечислять необходимые для бюджета налоги.

При инвестирования пенсионных средств в госбумаги пенсионные резервы необходимо вкладывать лишь в ценные бумаги иностранных эмитентов (в госбумаги и крупные иностранные банки на долгосрочные сберегательные счета), которые обладают высокой степенью надежности. Вложения же в российские госбумаги не должны превышать 5-10% от суммы инвестиционного портфеля. В противном случае, гарантировать получение будущими пенсионерами своих средств нельзя. Вложение пенсионных накоплений - это консервативные инвестиции: минимальный риск при высокой степени надежности ценных бумаг. В то же время, вложения в ценные бумаги иностранных эмитентов ограничиваются 20%, а в российские государственные ценные бумаги - никак не ограничиваются, что представляется рискованным и даже опасным.

Таким образом, очевидно, что действия правительства в области управления пенсионными средствами более чем сомнительны. В таких условиях, рассчитывать на успешное внедрение новой пенсионной системы, равно как на сохранность пенсионных средств, нельзя.

# 2.3 Анализ доходности и ликвидности ГКО-ОФЗ

В последние 2–3 года фондовый рынок России претерпевает кардинальные изменения в плане увеличения объема торгов и участников рынка, так как возможность заработать прибыль при проведении операций с ценными бумагами становится все реальнее благодаря многим сопутствующим этому факторам. К доминирующим факторам относят целенаправленно проводимую политику Минфина РФ, постепенное становление на мировой уровень российской экономической системы в целом, заинтересованность иностранных инвесторов в природных ресурсах и производственных мощностях России и т.д. Проведем аналитические исследования колебаний конъюнктуры рынка ГКО-ОФЗ в динамике за 2006 и 2008 гг.[[26]](#footnote-26)

Ситуация на рынке государственных краткосрочных облигаций и облигаций федерального займа (ГКО-ОФЗ) в I квартале 2006 г. характеризовалась общей нестабильностью. Тенденция к снижению процентных ставок, преобладавшая на протяжении 2005 года, не получила продолжения. В целом по итогам квартала доходность ГКО-ОФЗ осталась практически неизменной – индикатор рыночного портфеля к началу апреля снизился лишь на 0,02% годовых до 15,95% годовых (таблица 2.4.).

Таблица 2.4 Динамика основных характеристик рынка ГКО-ОФЗ

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Параметры | Значение на 29.03.08г. | Изменение за квартал | Изменение за год (с 1 .04.2008) |
| Объем рынка ГКО-ОФЗ по номиналу, млрд. руб. | 158,7 | -1,47(-0,9%) |  | -27,0(-14,6%) |  |
| Объем рынка ГКО-ОФЗ по рыночной стоимости, млрд. руб. | 155,5 | -1,8 (-1,16%) |  | -19,0(-10,9 %) |  |
| Эффективный индикатор портфеля, % годовых \* | 15,95 | -0,02(-0,25%) |  | -4,4(-21,6 %) |  |
| Дюрация рынка ГКО-ОФЗ, дней  | 344 | -31 (-8,26%) |  | -111(-24,4%) |  |

\* средневзвешенная доходность, находящихся в обращении выпусков ГКО-ОФЗ

Первый квартал 2008 года разделился на два периода, характеризовавшихся различными тенденциями динамики рынка (рисунок 2.1.). Первый продолжался с начала января до 6 февраля, когда Минфин РФ разместил на аукционе ОФЗ серии 27017. К этому времени индикатор рыночного портфеля снизился до 13,8% годовых – исторического минимума рынка. Процентные ставки долгосрочных ОФЗ опустились ниже уровня 15% годовых (рисунок 2.2.), номинальный объем рынка упали до 152,5 млрд. руб., что стало минимальным значением за последние годы. В дальнейшем, вплоть до конца марта на рынке, напротив, доминировала тенденция к росту доходности при одновременном увеличении объемов заимствования со стороны эмитента.

Наиболее значимыми негативными факторами, оказавшими определяющее влияние на ценовую динамику, стали – пониженный уровень банковской ликвидности и активизация эмиссионной политики Минфина РФ. В январе–марте общий уровень ликвидности банковской системы существенно снизился. Как следствие, оборот вторичного рынка ГКО-ОФЗ уменьшился в два раза, значительно возросла чувствительность рынка к колебаниям процентных ставок на рынке межбанковских кредитов (МБК), которые зачастую достигали 50% годовых.

Рисунок 2.2 – Динамика доходности рынка ГКО-ОФЗ и некоторых серий ОФЗ в 2008 гг.[[27]](#footnote-27)

Еще более сильное воздействие на рынок государственного долга оказало изменение эмиссионной политики Минфина РФ, выразившаяся в увеличении объемов заимствования и существенном повышении ставок первичного размещения, против текущего уровня вторичного рынка в целях активизации рынка. Наиболее значительная премия к доходности вторичного рынка сложилась на аукционах 13 и 20 марта, на которых размещались соответственно 8-ми месячные ГКО и 3-х летние ОФЗ. Подобные действия Минфина привели к быстрому росту общего уровня доходности рынка на 1,5–2% годовых.

В целом позитивная ситуация в российской экономике практически не оказывала влияния на динамику доходности ГКО-ОФЗ. Рост мировых цен на нефть, ставший определяющим фактором для рынков акций и валютных облигаций РФ, был проигнорирован операторами рынка рублевых облигаций. В условиях резких скачков валютного курса (особенно в начале квартала), которые объективно должны были снижать привлекательность рублевых активов, котировки ГКО-ОФЗ устойчиво росли. Когда же во второй половине квартала 2008г. курс рубля к доллару относительно стабилизировался, цены рублевых облигаций, напротив, пошли вниз. Столь же неадекватной оказалась и реакция рынка на динамику инфляции. Снижение доходности в январе 2008г. в условиях роста потребительских цен на 3,1% привело к тому, что реальная процентная ставка ГКО-ОФЗ оказалась резко отрицательной (-20,4% годовых). В дальнейшем разнонаправленное движение доходности и индекса потребительских цен выправили ситуацию, и в марте реальная ставка ГКО-ОФЗ вышла в положительную область (+1,5% годовых).

Стабильное снижение процентных ставок валютных облигаций РФ, наблюдавшееся в течение всего первого квартала 2008 года, также практически не нашло отражения в динамике рыночных ставок, что традиционно оказывало благоприятное воздействие на рынок ГКО-ОФЗ. В настоящее время инвесторы не рассматривают рублевые облигации в качестве реальной альтернативы валютным бумагам, поскольку объемы и ликвидность этих рынков не сопоставимы.

Активность вторичного рынка в январе–марте существенно снизилась. Суммарный объем торгов упал до 16 млрд. руб., что в 2 раза ниже показателя последнего квартала 2007 года. Средний ежедневный объем средств, зарезервированных в торговой системе ММВБ для участия в торгах, сократился на 46% до 1,94 млрд. рублей. Частичным объяснением этого может служить низкая деловая активность в начале года, связанная с большим количеством праздничных дней. Однако объемные характеристики рынка в феврале и марте практически соответствовали показателям января (рисунок 2.3.). Таким образом, попытка Минфина РФ активизировать вторичный рынок, предпринятая во второй половине квартала, не привела к успеху. Единственным следствием изменившейся политики эмитента стал рост уровня доходности, а также некоторое замедление темпов снижения номинального объема рынка. В марте 2008г. впервые за последние 8 месяцев объем средств, привлеченных с рынка, превысил объем выплат (таблица 2.5.).

Наибольшие изменения произошли в секторе длинных гособлигаций, доходность которых возросла на 0,5–1,0% годовых (рисунок 2.4.). Основной причиной этого стала изменившаяся политика Минфина РФ на первичном рынке, который в целях оживления и повышения инвестиционной привлекательности рынка ГКО-ОФЗ повысил уровень доходности на первичных аукционах и увеличил объемы заимствований. Отношение объема размещенных на аукционах бумаг к номинальному объему рынка увеличилось с 1,9% в январе до 3,9% в марте. Вместе с тем, сложившаяся к концу марта структура процентных ставок отразила также усиление инфляционных ожиданий участников рынка – наклон кривой доходности существенно увеличился в сравнении с началом квартала.

Рисунок 2.4 Динамика среднего ежедневного оборота вторичных торгов и объема средств в торговой системе в 2007–2008 гг., млн. руб.[[28]](#footnote-28)

Рисунок 2.5 Динамика временной структуры рынка ГКО-ОФЗ в 2006–2008гг. (на конец периода по номинальной стоимости),%

Динамика структуры объема рынка показывает, что его участники не были заинтересованы в наращивании портфелей за счет долгосрочных бумаг. В I квартале 2008 г. эмитенту удалось разместить лишь одну серию длинных ОФЗ – серии 27018 с погашением в сентябре 2007 года. В результате доля долгосрочных облигаций (сроком обращения свыше 2 лет) как в структуре номинального объема рынка, так и в структуре оборота вторичных торгов неуклонно снижалась.[[29]](#footnote-29)

Рисунок 2.6 Динамика структуры еженедельного оборота вторичных торгов ГКО-ОФЗ в 2006–2008 гг., %

Для решения задачи повышения привлекательности рынка внутреннего государственного долга эмитент был вынужден предлагать на аукционах более короткие бумаги сроком обращения 1–2 года, доля которых существенно возросла.

Тем не менее на рынке по-прежнему доминировали банки-дилеры, портфель которых составлял около 70% от общего объема рынка. Расширение круга участников рынка (в том числе за счет нерезидентов, которые, как показывают валютные аукционы Банка России, пока предпочитают выводить средства с рынка ГКО-ОФЗ3) требует планомерного длительного наращивания объемов эмиссии, что сдерживается действующим законодательством, допускающим эмиссию рублевых облигаций только в целях покрытия бюджетного дефицита и рефинансирования погашаемых выпусков.

К концу I квартала 2008 г. - повышение темпов роста потребительских цен. Прогнозируемый Банком России среднемесячный уровень инфляции не превысил 1,0–1,1%. Замедление темпов роста цен станет возможным благодаря административному ограничению роста цен на продукцию, услуги естественных монополий и услуги жилищно-коммунального хозяйства, уменьшению темпов роста курса доллара и евро, а также снижению потребительской активности населения.

На рынке ГКО-ОФЗ прогнозируется некоторое повышение доходности, чему будет способствовать увеличение темпов прироста потребительских цен и курса доллара, а также регулярные инвестиции Пенсионного фонда РФ. Однако Минфин РФ, по-видимому, в целях повышения привлекательности рынка будет стремиться поддерживать положительной реальную доходность ГКО-ОФЗ. В связи с этим сильное снижение уровня доходности среднесрочных бумаг (1–2 года) представляется маловероятным.

# ГЛАВА 3. ПЕРСПЕКТИВЫ И ПУТИ ПОВЫШЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

# 3.1 Перспективы развития рынка государственных ценных бумаг

Задача развития рынка ценных бумаг всегда стояла в центре внимания Правительства Российской Федерации, как одна из приоритетных в комплексе мер государственной экономической политики. С 2006 года развитие рынка ценных бумаг и деятельность ФСФР России осуществляется в рамках Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на 2006-2008 годы, утвержденной распоряжением Правительства Российской Федерации № 793-р от 1 июня 2006 года (далее – Стратегия). С принятием Стратегии были сформулированы среднесрочные рамки модернизации институтов и инструментов российского финансового рынка в условиях нарастания процессов глобализации мировой финансовой системы, роста интернационализации рынков ценных бумаг, трансграничных инвестиционных сделок и усиления конкуренции крупнейших мировых финансовых центров.

К началу 2008 года указанные тенденции приобрели особую остроту. Это наглядно проявляется на фоне ухудшения конъюнктуры мирового финансового рынка, обострения кризисных процессов, актуализации вопросов стратегического развития мировых финансовых центров, их экспансии в страны с развивающимися экономиками.[[30]](#footnote-30)

Сложившаяся ситуация на мировых финансовых рынках, а также рост интереса международных финансовых институтов и фондовых бирж к российскому фондовому рынку требуют скорейшего завершения работ по реализации Стратегии, закрепления достигнутых в ходе реализации Стратегии результатов, критического переосмысления отдельных ее положений и формулирования среднесрочных на 2008-2012 годы и долгосрочных до 2020 года мер по совершенствованию регулирования и развитию рынка ценных бумаг в Российской Федерации.

В настоящее время уровень развития российского рынка ценных бумаг, сложившаяся нормативно-правовая база регулирования этого рынка, а также достигнутый уровень его развития позволяют сделать вывод о наличии возможностей качественного повышения конкурентоспособности российского рынка ценных бумаг и формирования на его основе самостоятельного мирового финансового центра.

Согласно разворачивающимся в мире тенденциям число стран, где могут сохраниться и продолжать функционировать полноценные рынки ценных бумаг, постепенно сокращается. Есть основания полагать, что уже в ближайшее десятилетие сохраняющиеся немногочисленные национальные финансовые рынки будут приобретать форму мировых финансовых центров, а их наличие в той или иной стране будет одним из важнейших признаков конкурентоспособности экономик таких стран, роста их влияния в мире, обязательным условием их экономического, а значит и политического суверенитета. Поэтому обеспечение долгосрочной конкурентоспособности российского финансового рынка, формирование в России мирового финансового центра не может рассматриваться как сугубо «отраслевая» или «ведомственная» задача. Решение этой задачи должно стать важнейшим приоритетом долгосрочной экономической политики России.

В 2007 году объем зарегистрированных ФСФР России выпусков эмиссионных ценных бумаг по номинальной стоимости составил 1889,3 млрд. рублей. Из них 626,7 млрд. рублей составили выпуски облигаций и 1262,6 млрд. рублей – акции. По открытой подписке было размещено соответственно акций на сумму 74,6 млрд. рублей и облигаций на сумму 616,4 млрд. рублей. Всего по открытой подписке размещено эмиссионных ценных бумаг на сумму 691 млрд. рублей, что эквивалентно 10% к величине инвестиций в основной капитал.[[31]](#footnote-31)

В то же время, по существующим оценкам рыночная стоимость публичного размещения акций в 2007 году приблизилась к 30 млрд. долларов или 740 млрд. рублей. Таким образом, объем капитала, привлеченного путем публичного выпуска акций и облигаций, может быть оценен в размере около 1360 млрд. рублей или более 21% от объема инвестиций в основной капитал (целевой ориентир Стратегии – 20% к 2008 году). С учетом размещения еврооблигаций на зарубежных рынках (порядка 37 млрд. долларов США) соотношение объема капитала, привлеченного российскими компаниями посредством эмиссии ценных бумаг, и объема инвестиций в основной капитал превысило 35% (целевой ориентир Стратегии – 35-40% к 2008 году).

Таким образом, уже в 2007 году целевые ориентиры Стратегии были превышены.

Таблица 3.1 **Выпуски эмиссионных ценных бумаг в 2007 году**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Выпуски эмиссионных ценных бумаг в 2007 году | Акции\* | Облигации | Всего |
| Открытая подписка, млрд. руб. | 74,6 | 616,4 | 691 |
| Закрытая подписка, млрд. руб. | 550,6 | 10,3 | 560,9 |
| Прочие\*\*, млрд. руб. | 637,4 | - | 637,4 |
| Всего, млрд. руб. | 1262,6 | 626,7 | 1889,3 |
| Инвестиции в основной капитал (оценка 2007), млрд. рублей |  | 6418,7 |

\* по номинальной стоимости

\*\* в т.ч.: распределение, конвертация, приватизация.

В последние годы наблюдается устойчивая тенденция роста роли российского финансового рынка в процессе трансформации индивидуальных сбережений в инвестиции. Об этом свидетельствует существенное расширение институтов коллективных инвестиций. По итогам 2007 года пайщиками паевых инвестиционных фондов являлись более 1640 тыс. человек. За год число пайщиков выросло на 12% при том, что число паевых фондов увеличилось более чем на 50%. Указанная пропорция между ростом численности пайщиков и паевых фондов свидетельствует о повышении конкуренции со стороны управляющих фондами за инвесторов и об опережающем расширении видов инструментов коллективного инвестирования. Это обеспечивает потенциально высокую емкость рынка таких услуг в России. На конец 2007 года в России действовало 1030 паевых инвестиционных фондов по сравнению с 642 фондами в 2006 году.

За прошедший год наиболее высокими темпами выросло число закрытых инвестиционных фондов недвижимости и открытых фондов акций. Активы закрытых фондов недвижимости за год выросли на 171%. Число открытых фондов акций увеличилось более чем на 90%, а объем их чистых активов – на 76%. Суммарный объем чистых активов действующих паевых инвестиционных фондов достиг 766,8 млрд. рублей. Прирост чистых активов за год составил 346,9 млрд. рублей, что примерно равно 17% от величины сбережений населения в 2007 году и превышает прирост величины сбережений за год.

Таблица 3.2 **Статистика паевых инвестиционных фондов**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Статистика паевых инвестиционных фондов | 2006 | 2007 | Прирост (%) |
| Стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов, млрд. руб.,в том числе: | 419,9 | 766,8 | +82,6 |
| закрытых фондов недвижимости, млрд. руб. | 70,3 | 190,2 | +170,5 |
| открытых фондов акций, млрд. руб. | 43,7 | 77,1 | +76,4 |
| Число пайщиков паевых инвестиционных фондов, в том числе: | 1465996 | 1735878 | +18,4 |
| закрытых фондов недвижимости | 2384 | 3616 | +51,7 |
| открытых фондов акций | 142245 | 327063 | +129,9 |
| Денежные доходы населения, млрд. рублей | 17267,3 | 21138,9 | +3871,6\* |
| Использовано денежных доходов населения на сбережения, млрд. рублей | 3539,8 | 3762,7 | +222,9\* |

\* прирост в млрд. рублей

В 2007 году соотношение стоимости имущества, составляющего совокупные чистые активы инвестиционных фондов, а также пенсионных накоплений и пенсионных резервов к ВВП увеличилось до 5% (целевой ориентир Стратегии на 2008 год – 6%).

Одновременно с развитием институтов коллективного инвестирования ускорился процесс формирования розничных инвесторов на фондовом рынке. За год число физических лиц, зарегистрированных в торговой системе Фондовой биржи ММВБ, возросло более чем в 2 раза с 199 тысяч до 417 тысяч человек. Соотношение численности физических лиц, непосредственно участвующих в сделках на фондовом рынке, и численности участников схем коллективного инвестирования возросло с 14 до 25% в пользу тех, кто готов напрямую совершать сделки с ценными бумагами.

Увеличение внутреннего спроса на российском финансовом рынке с одной стороны, расширение использования возможностей российского фондового рынка акционерными обществами для привлечения инвестиционных ресурсов создает более устойчивую основу функционирования российского рынка ценных бумаг, его большую ориентированность на потребности национальной экономики и снижение относительной зависимости от конъюнктуры мировых финансовых рынков. Особенно наглядно рост относительной независимости российского рынка ценных бумаг от глобальных рынков проявился в конце 2007 – в начале 2008 годов. Хотя на определенном этапе глобального падения котировок мировых финансовых рынков аналогичная негативная динамика котировок наблюдалась и в России, тем не менее, впервые за последние 10 лет в отдельные периоды кризиса (декабрь 2007 – январь 2008) российские биржевые индексы не только снижались в меньшей пропорции, чем зарубежные индексы, но и росли вопреки общему падению мировых биржевых индексов.

Рост конкурентоспособности российского финансового рынка во многом зависит от того, будет ли проводиться политика создания регионального финансового центра "Финансовая площадка - Россия" (аналоги - государственные программы в Германии, Канаде, Великобритании, Ирландии); будет ли сделана попытка создания на территории России финансовых оффшоров в одной или нескольких портовых свободных экономических зонах (пример - свободные банковские и финансовые зоны, созданные в юрисдикции Британского Содружества); будет ли реально проводиться программа интеграции с рынками капитала стран СНГ (программы "единого паспорта" для эмитентов, финансовых инструментов и профучастников из этих стран). Повышению конкурентоспособности рынка должна способствовать программа реструктуризации отрасли (повышение капитализации инвестиционных институтов, введение надзора за финансовыми рисками, завершение создания мегарегулятора с ростом его операционной способности, дальнейшая консолидация фондовых бирж, депозитарной и расчетно-клиринговой инфраструктуры (концепция Russian Exchanges).[[32]](#footnote-32) Происходящий разогрев рынка увеличивает системные риски - огромное значение приобретает создание системы их мониторинга, планов чрезвычайных действий для вмешательства в ситуации, когда начинает разрастаться финансовый кризис. Должна быть решена многолетняя проблема отсутствия правоприменения в отношении действий на финансовом рынке, нарушающих честный и справедливый характер ценообразования (что неизбежно при олигополистической структуре инвестиционных банков и институциональных инвесторов). Отсутствуют системы общедоступной информации и статистических публикаций, привычные для развитых рынков. Не отстроена система налоговых стимулов для долгосрочного, неспекулятивного инвестирования в ценные бумаги. Макрофинансовая политика по-прежнему, как и в конце 1990-х гг., нуждается в нормализации.

В период 2006-2007 годов динамичное развитие рынка ценных бумаг сопровождалось работой ФСФР России по дальнейшему совершенствованию нормативной правовой базы регулирования рынка ценных бумаг. В соответствии со Стратегий ФСФР России были утверждены ведомственные нормативные правовые акты и совместно с Минэкономразвития России, Минфином России, а также Банком России разработаны проекты федеральных законов, затрагивающие широкий перечень проблем развития финансовых институтов и инструментов.

В центре внимания ФСФР России были, прежде всего, вопросы повышение конкурентоспособности Российского финансового рынка, бирж и торговых систем, в том числе посредством расширения спектра инвестиционных инструментов на российском финансовом рынке.

Важным шагом стало создание регулятивной основы для выпуска Российских депозитарных расписок (РДР). Был подготовлен и принят Федеральный закон от 30.12.2006 № 282-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», а также в развитие положений этого закона утверждены соответствующие приказы ФСФР России. В дополнение к этому ФСФР России выступила с инициативой о допуске на Российский финансовый рынок иностранных ценных бумаг.[[33]](#footnote-33)

По мнению ФСФР России допуск иностранных ценных бумаг для размещения и обращения на российском рынке будет содействовать существенному расширению инвестиционных возможностей для российских финансовых институтов и граждан, приближению к ним таких финансовых инструментов, сдерживанию вывода инвестиционных средств за рубеж. Кроме этого, сделки с иностранными ценными бумагами на российском рынке будут содействовать гармонизации стандартов деятельности российских финансовых, депозитарных, учетных институтов и всей инфраструктуры финансового рынка со стандартами деятельности их зарубежных конкурентов. Все это создает условия расширения объема операций с финансовыми инструментами на российском рынке, концентрации на нем ликвидности, а, следовательно, повышения общей конкурентоспособности и роли российского рынка ценных бумаг в глобальной финансовой системе.

В развитие указанной идеи ФСФР России, совместно с Минэкономразвития России, Минфином России и Банком России разработала концепцию соответствующих изменений и дополнений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», а также совместно с депутатами Государственной Думы Федерального Собрания Российской Федерации проект указанного закона. После утверждения концепции закона Правительством Российской Федерации проект закона был внесен в Государственную Думу.

Для обеспечения совершения сделок с иностранными ценными бумагами в соответствии с требованиями российского законодательства ФСФР России был утвержден Приказ о квалификации иностранных ценных бумаг, создавший условия для легализации операций российских финансовых институтов с иностранными ценными бумагами. Данная мера обеспечила большую защиту прав инвесторов и иных участников рынка ценных бумаг при совершении таких операций.

В целях увеличения количества финансовых инструментов, обращающихся на финансовом рынке, а также упрощения процедур привлечения инвестиционных средств на рынке ценных бумаг российскими предприятиями ФСФР России создала нормативную базу для эмиссии выпусков биржевых облигаций. Соответствующие поправки в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» закреплены Федеральным законом № 138-ФЗ от 27.07.2006.[[34]](#footnote-34)

За последние годы важной тенденцией на рынке ценных бумаг стало расширение операций с производными финансовыми инструментами. Реальным импульсом для качественного роста объемов сделок с этими инструментами стали поправки в статью 1062 части второй Гражданского Кодекса Российской Федерации, принятые Федеральным законом № 5-ФЗ от 26.01.2007 и направленные на предоставление судебной защиты по срочным сделкам.

Также в соответствии со Стратегией Федеральным законом № 141-ФЗ внесены изменения в Федеральный закон «Об ипотечных ценных бумагах», направленные на совершенствование регулирования эмиссии и обращения ипотечных ценных бумаг. Одновременно ФСФР России была разработаны необходимые нормативная правовые акты, регулирующие процедуру эмиссии и обращения облигаций с ипотечным покрытием.

В целях обеспечения доступности информации о ценных бумагах и прозрачности сделок с ними были разработаны изменения в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», направленные на уточнение перечня существенных фактов деятельности акционерных обществ, подлежащих публичному раскрытию.[[35]](#footnote-35) В частности, к числу таких фактов были отнесены данные, характеризующие обеспечение облигаций, информация об инсайдерских сделках с ценными бумагами и ряд других сведений.

В 2006-2007 году были разработаны нормативные правовые акты, обеспечившие расширение возможностей акционерных обществ по привлечению инвестиционных средств на рынке акций путем первичного размещения новых выпусков (так называемое IPO). В 2007 году по объему первичного размещения акций Россия вышла на одно из лидирующих мест в мире.

В целях укрепления конкурентоспособности российских торговых площадок, а также гибкого реагирования российских финансовых институтов и инвесторов на конъюнктуру мировых финансовых рынков были созданы правовые основы для увеличения времени торгов на организованном рынке. Нормы соответствующего приказа ФСФР России в долгосрочной перспективе открывают потенциальную возможность перехода российских биржевых площадок на круглосуточную торговлю ценными бумагами.

В соответствии со Стратегией была активизирована работа по снижению административных барьеров на рынке ценных бумаг, а также по развитию саморегулирования участников рынка. В развитие указанного положения Стратегии, а также в ходе реализации мероприятий Административной реформы ФСФР России утвержден административный регламент проведения проверок участников финансового рынка. Регламент впервые предоставляет право Саморегулируемым организациям профессиональных участников рынка ценных бумаг (далее – СРО) участвовать в таких проверках. Кроме этого расширены полномочия СРО в процессе лицензирования профессиональных участников финансового рынка. Это нашло закрепление в принятом ФСФР России соответствующем административном регламенте, в котором СРО было предоставлено право предварительной экспертизы документов участников рынка, а для организаций, чьи документы прошли такую экспертизу, вдвое сокращены сроки рассмотрения заявлений на лицензирование.

В 2006-2007 годах была подготовлена целая серия нормативных правовых актов, направленных на расширение инвестиционных возможностей негосударственных пенсионных фондов. Прежде всего, было принято постановление Правительства Российской Федерации, утвердившее правила размещения средств пенсионных резервов НПФ. Также были разработаны правила размещения средств военной ипотеки.

Вместе с тем, работа над Стратегией не завершена и новые вызовы обостряющейся конкуренции на финансовых рынках, их глобализация требуют нового подхода к реализации ранее сформулированных задач, а также дополнения их новыми инициативами. II. Основные задачи совершенствования регулирования и развития рынка ценных бумаг на среднесрочную и долгосрочную перспективу.

Целью совершенствования регулирования и развития рынка ценных бумаг на среднесрочную и долгосрочную перспективу является его превращение в важнейший фактор повышения конкурентоспособности Российской экономики. Это требует отладки рыночных механизмов привлечения инвестиций, обеспечивающих развитие инноваций и инфраструктуры, реализацию проектов по модернизации экономики, а также повышения эффективности исполнения государственных функций по защите прав и законных интересов участников финансового рынка, по предупреждению и предотвращению недобросовестной практики и нарушений законодательства на рынке ценных бумаг. Все это является основой формирования в России одного из ведущих мировых финансовых центров.

Существующая редакция закона вызывает острые споры среди участников финансового рынка. Более того, определенная незавершенность модели создания центрального депозитария, нашедшая отражение в проекте закона, косвенно спровоцировала конфликтность отношений между двумя основными российскими биржевыми группами ММВБ и РТС и, как следствие этого, между принадлежащими им расчетными депозитариями Национальным Депозитарным Центром (НДЦ) и Депозитарной Клиринговой Компанией (ДКК).

В течение второй половины 2007 года ФСФР России предприняла усилия по урегулированию конфликта, в результате чего вопрос о повышении капитализации ДКК был решен. Одновременно на законодательном уровне решен вопрос об акционировании НДЦ. Это приближает НДЦ и ДКК к требованиям, которым в соответствии с проектом закона должен отвечать центральный депозитарий. Тем не менее, вопрос о выборе модели центрального депозитария не может считаться решенным вследствие сохранения нескольких центров управленческого и финансового контроля биржевой инфраструктуры. По этой же причине сохраняется определенная дискуссионность проекта федерального закона о биржах и организованных торгах, принятого Государственной Думой в первом чтении. До сих пор не разработан проект федерального закона о клиринге.[[36]](#footnote-36)

Первым шагом на пути к созданию консолидированной биржевой инфраструктуры является выбор модели построения такой инфраструктуры финансового рынка, которая позволит сконцентрировать и направить на дальнейшее повышение конкурентоспособности российского финансового рынка необходимые управленческие, технологические и финансовые ресурсы.

Такая модель, скорее всего, не будет точной копией той инфраструктуры, которая сложилась на мировых финансовых рынках. При выборе российской модели консолидированной биржевой инфраструктуры следует учитывать уже вполне сложившиеся связи и расстановку сил на российском рынке; наличие достаточно мощных и вполне эффективных крупных инфраструктурных институтов – регистраторов, депозитариев, в том числе расчетных депозитариев, клиринговых организаций; сложившиеся схемы контроля и управления инфраструктурой. С другой стороны, следует иметь в виду, что и на ведущих финансовых рынках отсутствует единообразие моделей инфраструктуры. Вместе с тем, наиболее выраженной тенденцией является укрепление модели вертикальной интеграции инфраструктурных организаций.

В России вопрос о какой-то единой модели построения инфраструктуры рынка ценных бумаг никогда системно не поднимался. Крупнейшие российские биржевые группы строились под задачи тех, кто становился их ключевыми владельцами и пользователями. Структура управления группы ММВБ представляет собой смешение горизонтальной и вертикальной интеграции. Группа РТС является в гораздо большей мере вертикально интегрированной. В 1999 году государством была предпринята попытка создать независимый от биржевых групп центральный депозитарий, что было закреплено постановлениями Правительства Российской Федерации «О мерах по созданию национальной депозитарной системы» № 741 от 10.07.1998 года и «О порядке предоставления центральным депозитарием – центральным фондом хранения и обработки информации фондового рынка документов, подтверждающих права на ценные бумаги, которые находятся на хранении либо права на которые учитываются в национальной депозитарной системе» № 291 от 16.03.1999 года. До настоящего времени такой центральный депозитарий так и не заработал и остается созданным лишь на бумаге, хотя указанные постановления продолжают действовать.

В условиях исторически и объективно сложившихся в России двух крупнейших биржевых групп (РТС и ММВБ) не представляется разумным выбор «сервисной» модели центрального депозитария, когда центральный депозитарий не входит в биржевые группы, но при этом предоставляет биржам и участникам рынка соответствующие услуги по обслуживанию сделок с ценными бумагами. Скорее всего, интересы такой «сервисной» организации и её собственников будут направлены на получение доходов от обслуживания любого количества бирж. Не исключено, что для такой сервисной организации может быть наиболее удобным обслуживание универсальных по набору обращающихся ценных бумаг бирж и организаторов торговли (например, в силу однотипности услуг, возможности экономить издержки). Для рынка же это будет означать распыление ликвидности по нескольким торговым площадкам, что ослабляет рынок в целом. Поэтому необходима такая модель инфраструктуры, в которой бы все институты работали на общую цель капитализации рынка и повышения его ликвидности. Для этого нужен единый стратегический центр развития организованного рынка ценных бумаг в России, находящийся в тесной связке с ответственным государственным органом.

Целям формирования единого центра стратегического развития и обеспечения долгосрочной конкуренции организованного рынка ценных бумаг в России скорее отвечает вертикально интегрированная финансовая инфраструктура, предполагающая встроенность расчетно-депозитарных, клиринговых институтов в структуру биржевой группы.

Выбор модели биржевой инфраструктуры может быть сделан в рамках Концепции развития инфраструктуры финансового рынка, которая могла бы быть подготовлена ФСФР Росси и представлена в Правительство Российской Федерации в сентябре 2008 года. В рамках этой концепции необходимо будет определить предпочтительный вариант консолидации биржевой инфраструктуры, целесообразность введения на рынке института централизованного контрагента, отказа от предварительного депонирования денежных средств, гибкие сроки совершения расчетов (например, на третий день с момента совершения сделки), а также другие вопросы.

На основе такой концепции в период с 2009 по 2010 год могли бы быть соответствующим образом доработаны проекты законов о центральном депозитарии, о биржах и организованных торгах, разработан закон о клиринге. Также в соответствии с концепцией могли бы быть проведены необходимые организационные процедуры, в том числе по объединению существующих институтов инфраструктуры, выстраиванию вертикально-интегрированной схемы контроля за этими институтами, их капитализации.[[37]](#footnote-37)

С учетом положений концепции к 2011 году могла бы быть сформирована консолидированная биржевая инфраструктура Российского финансового рынка, включающая специализированные биржевые площадки, например, по сделкам с акциями, облигациями, по сделкам с производными финансовыми инструментами. Уже сейчас специализация фондовых бирж РТС и ММВБ достаточно четка определена.

Это позволит говорить об организационной готовности инфраструктуры финансового рынка к роли одного из мировых финансовых центров, обладающего достаточной степенью интеграции, капитализации и защищенности о возможных недружественных поглощений со стороны других вертикально-интегрированных биржевых структур, действующих на глобальном финансовом рынке.

С 2011 года может быть поставлен вопрос о дальнейшей капитализации российского биржевого холдинга путем публичного размещения его ценных бумаг. Возможно, что на первом этапе акции холдинга могли бы преимущественно приобретаться российскими инвесторами, а в более отдаленной перспективе (2013-2015 годы), акции такого холдинга могли бы быть предложены международным инвесторам. С учетом уже имеющей сегодня оценочной стоимости фондовых бирж ММВБ и РТС, можно предположить, что к 2020 году по своей капитализации единый российский биржевой холдинг вправе претендовать на одно из лидирующих мест в мире.

# 3.2 Основные направления повышения эффективности рынка

Во-первых, всем известно, что сейчас для России важно развитие новой инфраструктуры рынка ценных бумаг - это законодательство о биржах, клиринговой и депозитарной деятельности, о котором говорят уже давно.

Во-вторых, необходимо развитие новых инструментов, в частности секьюритизации.

В-третьих, не менее важно формирование в России регионального финансового центра для стран СНГ и Восточной Европы, а точнее - ее позиционирование в этом качестве.

1. Развитие инфраструктуры

Сегодня на рынке сложилась такая ситуация, когда необходимо создание новой инфраструктуры. В рамках Стратегии развития финансового рынка на 2006-2008 гг. предусмотрена разработка 3 инфраструктурных законов:

- "О центральном депозитарии" - основные принципы создания и функционирования ЦД;

- "О биржах и организованных торгах" - принципы создания и деятельности бирж, торговых систем и информационных брокеров, единые для всех сегментов организованного рынка (товарный, фондовый, валютный и др.);

- "О клиринге и клиринговой деятельности" - принципы осуществления и регулирования различных видов клиринга.

На сегодняшний день все законопроекты разработаны и находятся в стадии согласования.

1. Секьюритизация

Сейчас российские активы секьюритизируются в основном за рубежом - пулы прав требования формируются у российского или зарубежного кондуита, за рубежом создается SPV, с баланса которого осуществляется выпуск ценных бумаг в соответствии с иностранным законодательством.

К сегодняшнему дню осуществлено более 20 таких сделок с участием российских оригинаторов, общий объем которых составил примерно 4 млрд долл. Из них в России произведено только 4.

Первая квазисекьюритизация была осуществлена в конце 2005 г. - "Банк Жилищного Финансирования" выпустил корпоративные облигации в объеме 500 млн руб., обеспеченные дополнительным залогом ипотечного покрытия в рамках ГК РФ.

Банк "Совфинтрейд" в конце октября 2006 г. при помощи выпусков ипотечных ценных бумаг секьюритизировал ипотечные активы в объеме 3 млрд руб.

В мае ОАО "АИЖК" осуществило выпуск ипотечных ценных бумаг на сумму около 3,3 млрд руб. (включая 3 транша, из которых первый, на сумму 2,9 млрд руб., размещен публично).

И наконец, в августе 2007 г. банк "Московское ипотечное агентство" осуществил государственную регистрацию выпуска ипотечных ценных бумаг на сумму 2 млрд руб. (размещение еще не началось).

Выпуск ипотечных ценных бумаг в России только начинает набирать обороты, а секьюритизация иных финансовых активов не осуществляется. Поэтому любые инициативы по созданию правовых условий для обеспечения секьюритизации различных активов непосредственно в России очень важны и своевременны. Это не только обеспечит доступ инвесторов к широчайшему спектру новых финансовых инструментов, но и будет способствовать снижению временных и финансовых издержек оригинаторов секьюритизации.

Для того чтобы решить эту проблему, ФСФР России разработала проект Федерального закона "О внесении изменений в некоторые законодательные акты РФ" (в части секьюритизации финансовых активов).[[38]](#footnote-38) Какие новеллы несет этот законопроект?

1. Определено понятие и описан режим открытия и ведения номинального банковского счета (эскроу-счет), который создается для проведения операций с денежными средствами, не являющимися собственными денежными средствами владельца счета, в целях защиты средств, находящихся на данном счете.

2. Введено понятие общего собрания владельцев облигаций, а также представителя облигационеров, что соответствует мировой практике и направлено на упрощение и повышение эффективности принятия решений данной группой кредиторов.

3. Введены нормы, обеспечивающие возможность "действительной продажи" активов при передаче их на баланс специализированного финансового общества (СФО). Это критически важно для защиты инвесторов в случае банкротства оригинатора секьюритизации, когда существует опасность включения в конкурсную массу в судебном порядке активов, переданных на баланс СФО.

4. Вводятся нормы об устранении двойного налогообложения, в частности НДС при передаче прав требования на баланс СФО - такие действия как уступка прав требования именно с целью последующей секьюритизации (не вдаваясь в юридические тонкости) не признается операцией, подлежащей налогообложению.

Минус заключаются в том, что законопроект делает данный рынок слишком "зарегулированным":

1) вводимые законопроектом изменения в ч. 1 гл. 23 ГК РФ предполагают детализацию порядка использования института залога имущественных прав требований. Однако при секьюритизации активов залог прав требования происходит не всегда, зато уступка - всегда. В связи с этим более правильно было бы регулировать именно нормы об уступке (ч. 1 гл. 24 ГК РФ), которые сегодня далеки от идеальных;

2) законопроектом вводится новое понятие - специализированное финансовое общество (СФО) - аналог SPV. Предлагаемая конструкция сильно ограничивает возможности секьюритизации:

- СФО может быть создано только в форме акционерного общества;

- СФО может выпускать только облигации;

- единоличным исполнительным органом СФО может быть только коммерческая организация, имеющая лицензию на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными инвестиционными фондами, т. е. лицензируемый профессиональный участник рынка ценных бумаг;

3) недостатком законопроекта является также ограничение набора активов, которые могут быть секьюритизированы - это только денежные требования.

Итог таков: в связи с тем, что в погоне за призраком защиты прав инвесторов рынок по традиции пытаются "зарегулировать", ожидать, что российские оригинаторы выберут Россию, не приходится. Уже сегодня юридические консультанты, сопровождавшие сделки секьюритизации, утверждают, что работать по данному закону, скорее всего, не будут.

Выходом из этого положения является разработка максимально либерального законодательства о секьюритизации, при одновременном разделении инвесторов на квалифицированных и неквалифицированных.

1. Изменения, направленные на упрощение секьюритизации ипотечных активов

Минэкономразвития России в 2006-2007 гг. инициировало некоторые изменения, которые позволят упростить процесс секьюритизации ипотечных активов. В частности, это законодательное обеспечение введения института депозитарного учета закладных (проект Федерального закона "О внесении изменений в ФЗ "Об ипотеке (залоге недвижимости)", "Об ипотечных ценных бумагах" и "О государственной регистрации прав на недвижимое имущество" (в части уточнения порядка перехода прав по закладным)).

Введение института депозитарного учета закладных обеспечит возможность регулировать отношения, возникающие при передаче закладных в депозитарий (обездвиживании) для последующего учета прав на них по счетам депо. Это позволит снизить риски и издержки при передаче закладных, повысить надежность и эффективность этого процесса, а также обеспечит юридическую безопасность и снизит сроки передачи закладных.[[39]](#footnote-39)

Особенностью депозитарного учета закладных является то, что после передачи закладной в депозитарий переход прав на нее осуществляется только путем записей по счетам депо - аналогично переходу прав на бездокументарные ценные бумаги. Между тем обычный способ перехода прав на закладную - передаточная надпись - полностью не исключаются с введением возможности депозитарного учета прав на закладные. Депозитарный учет может использоваться в отдельных случаях, например, при планирующейся секьюритизации или рефинансировании. Закладную можно передать в депозитарный учет как сразу после выдачи, так и впоследствии и изъять из депозитарного учета при необходимости.

В России сейчас осуществлена первая попытка создания законодательства для обращения акций и облигаций иностранных эмитентов - институт РДР. Также ведется работа в направлении обеспечения прямого допуска иностранных ценных бумаг на российский рынок (подготовлен и находится в стадии согласования соответствующий законопроект).

Российские биржи активно сотрудничают с иностранными фондовыми площадками (например, с LSE).

Очевидно, что технически и технологически проще создать отдельный локальный финансовый центр, т. е. пойти по пути Казахстана и сделать площадку, на которой будет установлен особый режим и льготы.

Однако с точки зрения более интенсивного развития финансового рынка предпочтительнее выглядит вариант реформирования всей финансовой системы с целью повышения ее привлекательности для иностранных участников и капитала.

# ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Данная дипломная работа рассмотрела один из существующих на данный момент финансовых инструментов в России - рынок Государственных ценных бумаг в целом. В ней отражены такие аспекты, как сущность рынка, характеристика, доходность и ликвидность ценных бумаг, проанализирована структура рынка и динамика операций с государственными ценными бумагами, рассмотрены перспективы и пути повышения эффективности рынка государственных ценных бумаг.

Повышение эффективности производства в условиях рыночной экономики важнейшее значение имеет способность предприятий гибко использовать рыночную ситуацию и меры регулирования. В настоящих условиях одним из важнейших условий эффективного производства является эффективное управление процессом финансирования предпринимательской деятельности. Иначе говоря, руководство предприятий должно стремиться к наиболее оптимальному использованию свободных финансовых ресурсов, которое позволило бы предприятию получить максимальную прибыль.

В любой момент предприятие может рассматриваться как совокупность капиталов, поступающих из разных источников: от инвесторов, вкладывающих свои средства в капитал предприятия, кредиторов, ссужающих определенные суммы, а также доходов, полученных в результате деятельности предприятия. Средства, сформированные за счет этих источников, направляются на различные цели: на приобретение основных средств, на создание товарных запасов, на финансирование дебиторской задолженности и др. Взятый на отдельный момент общий капитал предприятия стабилен, затем через какое-то время он изменяется. Подобные изменения называются движением капитала. Обычно движение капитала происходит постоянно. Термин "финансовый менеджмент" означает, что это движение должно осуществляться в соответствии с определенным планом, то есть этим движением нужно управлять.

Сочетание таких факторов, как растущая конкуренция между предприятиями, технологические усовершенствования, требующие значительных капитальных вложений, наличие инфляции, изменение процентных ставок, налогового законодательства, экономической устойчивости в мире, нравственное беспокойство, связанное с ситуацией на финансовых рынках,- все это оказало огромное влияние на то, что финансовый менеджер становится основной фигурой в общем руководстве предприятий. Более того, для того, чтобы справиться с возникающими изменениями, необходим гибкий подход ко всем факторам деятельности предприятия. Испытанные прежде методы решения финансовых проблем и используемые при этом инструменты, попросту неприемлемы в условиях рыночной экономики.

В настоящее время одним из наиболее гибких финансовых инструментов является использование ценных бумаг.

Ценные бумаги - неизбежный атрибут всякого нормального товарного оборота. Будучи товаром, они сами вместе с тем способны служить как средством кредита, так и средством платежа, эффективно заменяя в этом качестве наличные деньги.

Ранее в условиях плановой экономики некоторые виды ценных бумаг использовались в имущественных отношениях (облигации и лотерейные билеты в отношениях с участием граждан, векселя во внешнеторговом обороте). В настоящее время переход к рыночной организации экономики и формирование рынка ценных бумаг потребовали возрождения и использования всего многообразия ценных бумаг. В свою очередь появилась настоятельная потребность в изучении всего комплекса возможностей, предоставляемого этим рынком, а также в четком правовом оформлении ценных бумаг и их оборота, при отсутствии которого их использование просто невозможно.

Методическую и теоретическую основу исследования российского рынка ценных бумаг составили труды отечественных и зарубежных ученых, Постановления Правительства РФ, законодательные акты других стран, а также другой методический материал по изучаемым вопросам.

В процессе изучения и обработки материалов применялись следующие методы экономических исследований: абстрактно-логический, монографический, экономико-статистический, расчетно-конструктивный, использовались основные приемы анализа.

Информационную основу работы составили годовые отчеты, данные первичного бухгалтерского учета, данные статистической отчетности, специальная литература по исследуемой теме отечественных и зарубежных авторов.

# СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Федеральный закон "О рынке ценных бумаг". Федеральный закон "О государственной регистрации выпусков акций, размещенных до вступления в силу Федерального закона "О рынке ценных бумаг" без государственной регистрации",2008 г.
2. Анесанц С.А. «Основы функционирования рынка ценных бумаг» - М.: изд-во Кнорус, 2007 г.
3. Басовский Л.Е. «Финансовый менеджмент» - М.: Изд-во Проспект,2007 г.
4. Батяева Т.А., Столяров И.И. «Рынок ценных бумаг» Учебное пособие, изд-во Инфра-М, 2008 г.
5. Белой А.Г., Рынок ценных бумаг учебник для вузов.– М.: Изд-во Проспект, 2006. – с. 251
6. Белов В.А. «Государственное регулирование рынка ценных бумаг» - М.:2008 г.
7. Биржевое обозрение № 12 (38), 2007
8. Боровкова В.А. «Рынок ценных бумаг» - СПБ, изд-во Питер,2008 г.
9. Галанова В.А., Басова А.И. «Рынок ценных бумаг», 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Финансы и статистика, 2007. — 448 с.
10. Гусева И.А. « Рынок ценных бумаг. Практические задания по курсу» Учебное пособие для ВУЗов. – М.: изд-во Экзамен, 2007 г.
11. Доклад о мерах по совершенствованию регулирования и развития рынка ценных бумаг на 2008-2012 годы и на долгосрочную перспективу (проект к обсуждению с участниками рынка)
12. Жукова Е.Ф. «Рынок ценных бумаг» учебник для студентов вузов, обучающихся по экономическим специальностям - 2-еизд., переб. И доп. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2007.
13. Загородников С.В. «Финансы и кредит», учебное пособие М.:2007 г.
14. Иванов А.П. «Финансовые инвестиции на рынке ценных бумаг»- 3-е издание, изд-во Дашков и ко, 2008 г.
15. Иванов В.В., Е.Е. Никифорова «Рынок ценных бумаг» - М.: изд-во КноРус, 2007 г.
16. Ивасенко А.Г. «Рынок ценных бумаг. Инструменты и механизмы функционирования» -3-е издание. - М.: Издательство КноРус, 2007 г.
17. Ильин А.Е., Соловьева Т.Н. Практикум по рынку ценных бумаг: – М.: Изд-во Дрофа, 2007. – с. 361
18. Информационно-аналитический журнал «Финансовые рынки и ценные бумаги», №6 март 2008 г.
19. Карпов Н. Итоги 2007 года//Аудиторы и консультанты, 2007 г., № 4, с. 11
20. Карпушкина Анжела Викторовна. Автореферат "Рынок ценных бумаг в условиях переходной экономики России",2008 г.
21. Килячков Анатолий, Чалдаева Лариса «Рынок ценных бумаг: Учебник» - М.: Экономистъ,2007г.
22. Г.М. Колпакова «Финансы. Денежное обращение. Кредит» - М.: Изд-во Просвещение,2007 г.
23. Кокорев Р.А. «Базовый курс по рынку ценных бумаг», Издательство: Учебный центр МФЦ, 2008 г.
24. Коречков Ю. В. Рынок ценных бумаг: учебное пособие / Ю.В. Коречков. - Ярославль: РИЦ МУБиНТ, 2007. - 302 с.
25. Корничуйк Г.А. "Комментарий к ФЗ О рынке ценных бумаг (постатейный)", изд-во Ось-89, 2008 г.
26. Корчагин Ю. А. «Рынок ценных бумаг» - М.: изд-во Феникс, 2007.
27. Кузнецова Л. Г. Структура и операции финансового рынка. – Хабаровск: Изд-во «РИОТПИ» Хабаровской краевой типографии, 2005. – с. 416.
28. Кузьмина М.Н. «Ценные бумаги в Российской Федерации. Правовое регулирование выпуска и обращения» - М.: изд-во Юрлитинформ, 2008 г.
29. Ленгдон К., Бонхем А. «Финансы», Издательство Эксмо, 2007 г.
30. Лялин В.А., Воробьев П.В. «Рынок ценных бумаг» - М.: ТК Велби, Изд-во Проспект,2007 г.
31. Маренков Н.Л. «Рынок ценных бумаг в России»- М.: 2007 г.
32. Мелкумов Я.С. «Рынок ценных бумаг» - М.: изд-во Камерон,2008 г.
33. Мендыбаева Е.Р. «Финансовая статистика», изд-во Финансы и статистика, 2007 г.
34. Научно-популярный еженедельный журнал «Финансовые рынки и ценные бумаги», №7(234),2008 г.
35. Петров М.И. «Правовое регулирование рынка ценных бумаг»- СПБ, Учебное пособие, 2008 г.
36. Рексин А.В., Сароян Р.Р. «Рынок ценныx бумаг» Учебное пособие, изд-во МГИУ, 2007.
37. РЦБ № 3 (357) 2007. Рынок ценных бумаг «Российский рынок остается привлекательным»
38. РЦБ № 6 (357) 2007. Рынок ценных бумаг «Большие перемены для инвестиционных фондов»
39. РЦБ № 9 (360) 2008. Рынок ценных бумаг «Индексы процентных ставок: международный опыт и Россия»
40. РЦБ № 13 (364) 2008. Рынок ценных бумаг «Российский рынок акций: итоги первого полугодия и прогноз на вторую половину 2007 г.»
41. РЦБ № 15 (366) 2008. Рынок ценных бумаг «Новые инвестиционные идеи российского фондового рынка (Rising Stars)»
42. Стародубцева Е.Б. «Рынок ценных бумаг» - М.:2008 г.
43. Селеванова Т.С. «Ценные бумаги» - М.: 2008 г.
44. Справочник по операциям с ценными бумагами коммерческого банка
45. Сухова Ольга Михайловна. Автореферат "Совершенствование регулирования рынка государственных ценных бумаг (анализ мирового опыта и российской практики)", 2008 г.
46. Тимофеева Т.В. «Финансовая статистика» - М.: изд-во Просвещение, 2008 г.
47. Ушаков И.И. «Как реально работает фондовый рынок»
48. Ческидов Б.М. «Модели рынков ценных бумаг» - СПБ, 2007 г.
49. Шишкин А.А. «Фондовый рынок: консервативный подход» - СПБ,2007 г.
50. Якунян Михаил «Рынок ценных бумаг» - СПБ: 2007 г.

# Приложение 1

Таблица 1. Структура государственного внутреннего долга Российской Федерации на 2007 год

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | На 01.01.2007г. млрд. рублей  | На 01.10.2007г. млрд. рублей  | Удельный вес на 01.10.2007г. %  |
| Государственный внутренний долг Российской Федерации  | 583,6  | 561,3  | 100  |
|  | На 01.01.2002г. млрд. рублей  | На 01.10.2002г. млрд. рублей  | Удельный вес на 01.10.2002г.%  |
| В том числе:  |  |  |  |
| 1. Долговые обязательства Российской Федерации (всего) | 529,8  | 523,0  | 93,18  |
| В том числе:  |  |  |  |
| - облигации федеральных займов с постоянным купонным доходом  | 402,2  | 386,2  | 68,80  |
| - облигации федеральных займов с фиксированным доходом  | 112,5  | 121,5  | 21,65  |
| - государственные краткосрочные облигации  | 7,4  | 9,8  | 1,75  |
| - государственный сберегательный заем  | 4,9  | 2,0  | 0,36  |
| - облигации нерыночных займов  | 2,7  | 3,4  | 0,60  |
| - прочие долговые обязательства  | 0,1  | 0,1  | 0,01  |
| 2. Векселя Минфина России (всего)  | 27,6  | 27,6  | 4,92  |
| 3. Прочие виды государственного внутреннегодолга  | 26,2  | 10,7  | 1,90  |

**Приложение 2**

Рис. 1. Виды профессиональной деятельности банков на рынке ценных бумаг

Таблица 3 Показатели рынка ценных бумаг

1. Анесанц С.А. «Основы функционирования рынка ценных бумаг» - М.: изд-во Кнорус, 2007 г. [↑](#footnote-ref-1)
2. Анесанц С.А. «Основы функционирования рынка ценных бумаг» - М.: изд-во Кнорус, 2007 г. [↑](#footnote-ref-2)
3. Батяева Т.А., Столяров И.И. «Рынок ценных бумаг» Учебное пособие, изд-во Инфра-М, 2008 г. [↑](#footnote-ref-3)
4. Батяева Т.А., Столяров И.И. «Рынок ценных бумаг» Учебное пособие, изд-во Инфра-М, 2008 г. [↑](#footnote-ref-4)
5. Белой А.Г., Рынок ценных бумаг учебник для вузов.– М.: Изд-во Проспект, 2006. – с. 251. [↑](#footnote-ref-5)
6. Белой А.Г., Рынок ценных бумаг учебник для вузов.– М.: Изд-во Проспект, 2006. – с. 251. [↑](#footnote-ref-6)
7. Ивасенко А.Г. «Рынок ценных бумаг. Инструменты и механизмы функционирования» -3-е издание. - М.: Издательство КноРус, 2007 г. [↑](#footnote-ref-7)
8. Ивасенко А.Г. «Рынок ценных бумаг. Инструменты и механизмы функционирования» -3-е издание. - М.: Издательство КноРус, 2007 г. [↑](#footnote-ref-8)
9. Ивасенко А.Г. «Рынок ценных бумаг. Инструменты и механизмы функционирования» -3-е издание. - М.: Издательство КноРус, 2007 г. [↑](#footnote-ref-9)
10. Коречков Ю. В. Рынок ценных бумаг: учебное пособие / Ю.В. Коречков. - Ярославль: РИЦ МУБиНТ, 2007. - 302 с. [↑](#footnote-ref-10)
11. Коречков Ю. В. Рынок ценных бумаг: учебное пособие / Ю.В. Коречков. - Ярославль: РИЦ МУБиНТ, 2007. - 302 с. [↑](#footnote-ref-11)
12. Селеванова Т.С. «Ценные бумаги» - М.: 2008 г. [↑](#footnote-ref-12)
13. Селеванова Т.С. «Ценные бумаги» - М.: 2008 г. [↑](#footnote-ref-13)
14. Селеванова Т.С. «Ценные бумаги» - М.: 2008 г. [↑](#footnote-ref-14)
15. Селеванова Т.С. «Ценные бумаги» - М.: 2008 г. [↑](#footnote-ref-15)
16. РЦБ № 13 (364) 2008. Рынок ценных бумаг «Российский рынок акций: итоги первого полугодия и прогноз на вторую половину 2007 г.» [↑](#footnote-ref-16)
17. РЦБ № 13 (364) 2008. Рынок ценных бумаг «Российский рынок акций: итоги первого полугодия и прогноз на вторую половину 2007 г.» [↑](#footnote-ref-17)
18. РЦБ № 13 (364) 2008. Рынок ценных бумаг «Российский рынок акций: итоги первого полугодия и прогноз на вторую половину 2007 г.» [↑](#footnote-ref-18)
19. РЦБ № 6 (357) 2007. Рынок ценных бумаг «Большие перемены для инвестиционных фондов» [↑](#footnote-ref-19)
20. РЦБ № 6 (357) 2007. Рынок ценных бумаг «Большие перемены для инвестиционных фондов» [↑](#footnote-ref-20)
21. РЦБ № 6 (357) 2007. Рынок ценных бумаг «Большие перемены для инвестиционных фондов» [↑](#footnote-ref-21)
22. РЦБ № 3 (357) 2007. Рынок ценных бумаг «Российский рынок остается привлекательным» [↑](#footnote-ref-22)
23. РЦБ № 15 (366) 2008. Рынок ценных бумаг «Новые инвестиционные идеи российского фондового рынка (Rising Stars)» [↑](#footnote-ref-23)
24. РЦБ № 15 (366) 2008. Рынок ценных бумаг «Новые инвестиционные идеи российского фондового рынка (Rising Stars)» [↑](#footnote-ref-24)
25. РЦБ № 15 (366) 2008. Рынок ценных бумаг «Новые инвестиционные идеи российского фондового рынка (Rising Stars)» [↑](#footnote-ref-25)
26. Якунян Михаил «Рынок ценных бумаг» - СПБ: 2007 г. [↑](#footnote-ref-26)
27. Лялин В.А., Воробьев П.В. Рынок ценных бумаг - М.: ТК Велби, Изд-во Проспект,2008 г. [↑](#footnote-ref-27)
28. Лялин В.А., Воробьев П.В. Рынок ценных бумаг - М.: ТК Велби, Изд-во Проспект,2008 г. [↑](#footnote-ref-28)
29. Лялин В.А., Воробьев П.В. Рынок ценных бумаг - М.: ТК Велби, Изд-во Проспект,2008 г. [↑](#footnote-ref-29)
30. Сухова Ольга Михайловна. Автореферат "Совершенствование регулирования рынка государственных ценных бумаг (анализ мирового опыта и российской практики)",2008 г. [↑](#footnote-ref-30)
31. Сухова Ольга Михайловна. Автореферат "Совершенствование регулирования рынка государственных ценных бумаг (анализ мирового опыта и российской практики)",2008 г. [↑](#footnote-ref-31)
32. Доклад о мерах по совершенствованию регулирования и развития рынка ценных бумаг на 2008-2012 годы и на долгосрочную перспективу (проект к обсуждению с участниками рынка) [↑](#footnote-ref-32)
33. Федеральный закон "О рынке ценных бумаг". Федеральный закон "О государственной регистрации выпусков акций, размещенных до вступления в силу Федерального закона "О рынке ценных бумаг" без государственной регистрации",2008 г. [↑](#footnote-ref-33)
34. Федеральный закон "О рынке ценных бумаг". Федеральный закон "О государственной регистрации выпусков акций, размещенных до вступления в силу Федерального закона "О рынке ценных бумаг" без государственной регистрации",2008 г. [↑](#footnote-ref-34)
35. Федеральный закон "О рынке ценных бумаг". Федеральный закон "О государственной регистрации выпусков акций, размещенных до вступления в силу Федерального закона "О рынке ценных бумаг" без государственной регистрации",2008 г. [↑](#footnote-ref-35)
36. Кокорев Р.А. «Базовый курс по рынку ценных бумаг», Издательство: Учебный центр МФЦ, 2008 г. [↑](#footnote-ref-36)
37. Информационно-аналитический журнал «Финансовые рынки и ценные бумаги», №6 март 2008 г. [↑](#footnote-ref-37)
38. Кузьмина М.Н. «Ценные бумаги в Российской Федерации. Правовое регулирование выпуска и обращения» - М.: изд-во Юрлитинформ, 2008 г. [↑](#footnote-ref-38)
39. Кузьмина М.Н. «Ценные бумаги в Российской Федерации. Правовое регулирование выпуска и обращения» - М.: изд-во Юрлитинформ, 2008 г. [↑](#footnote-ref-39)