**Введение**

Переход России к рыночной экономике требует создания в стране полноценного финансового рынка со всеми обслуживающими его институтами. Рынок ценных бумаг является составной частью финансового рынка, имея при этом собственный механизм функционирования и регулирования.

Рынок ценных бумаг практически отсутствовал в России более 70 лет, поэтому его развитие, начавшееся в конце 80-х годов, не может быть одномоментным процессом.

Рынок ценных бумаг – это сфера, в которой формируются финансовые источники экономического роста, концентрируются и распределяются инвестиционные ресурсы. Его развитие напрямую связано с преобразованием отношений собственности и с изменением финансовой политики государства.

Рынок ценных бумаг расширяет и облегчает доступ всем субъектам экономики к получению необходимых им денежных средств. Именно через рынок ценных бумаг осуществляется инвестиционный процесс, при котором инвестиции направляются в самые эффективные сферы и направления деятельности.

Рынок ценных бумаг отличается от других видов рынка, прежде всего спецификой товара. Ценная бумага – товар, который, не имея собственной стоимости, может быть продан по высокой рыночной цене. Экономическая практика подтверждает, что основным средством развития рыночных методов хозяйствования являются ценные бумаги, фиксирующие право собственности на капитал.

Во всех развитых странах рынок ценных бумаг является наиболее динамичным сектором экономики. Его значение определяется той ролью, которую он играет в инвестиционном процессе. Посредством рынка осуществляется миграция капитала, необходимого для эффективного функционирования экономики страны.

В России принимаются меры для развития рынка ценных бумаг. Но с развитием рынка ценных бумаг неизбежны качественные изменения в его структуре, методах работы, инструментарии, инфраструктуре. В связи с этим возникает необходимость исследования современных проблем развития фондового рынка России. Этим определяется актуальность выбранной темы дипломной работы.

Проблемы развития рынка ценных бумаг находятся в центре внимания большинства научных школ. Сторонники фундаментальной школы считают, что при изучении рынка ценных бумаг следует опираться на исследовании материалов отчетов фирм, в которых можно найти информацию об объемах продаж, состоянии активов, доходности. Анализ такой информации является основой прогноза возможного изменения курса акций. При этом главной задачей является определение реальной стоимости активов.

Последователи технической школы считают, что в биржевых курсах уже отражены сведения, которые необходимо знать инвестору, поэтому их объектом исследования является проведение анализа спроса и предложения на рынке ценных бумаг.

В России, в условиях неразвитого рынка ценных бумаг, практическое использование этих зарубежных теорий проблематично.

Информационной базой дипломного исследования послужили работы отечественных авторов, таких как В.И. Колесников, В.С. Торканоский, В.А. Галанов, А.И. Басов, Т.Б. Бердникова, О.И. Дегтярева и ряда других. Кроме того использована законодательная база функционирования рынка ценных бумаг, а также материалы бюллетеня банковской статистики Банка России, Вестника ФКЦБ (ФКФР), аналитические обзоры экспертов журнала «Рынок ценных бумаг» и «Деньги и кредит».

Целью дипломной работы является поиск путей развития рынка ценных бумаг России на основе анализа современного состояния основных сегментов фондового рынка и выявления основных проблем. Сообразуясь с вышеозначенной целью, в работе решаются следующие задачи:

– на основе обобщения и систематизации специальной литературы проводится исследование теоретических основ формирования и функционирования рынка ценных бумаг, в том числе: выявляются причины формирования рынка и определяется необходимость его функционирования; раскрывается сущность, функции, структура и виды рынка; исследуются основные закономерности и этапы развития мирового фондового рынка и российского рынка ценных бумаг; дается характеристика основных видов профессиональной деятельности на фондовом рынке и изучаются функции регулятивной системы рынка;

– дается оценка современных тенденций развития фондового рынка России на основе проведенияанализа современного состояния российского рынка акций; анализа основных сегментов российского рынка облигаций (государственных и муниципальных облигаций, корпоративных облигаций, еврооблигаций); оценки российского рынка деривативов и объема и структуры вексельного рынка. Кроме того, проводится исследование финансовых показателей биржевого рынка России и особенностей регионального фондового рынка.

– на основе проведенного анализа делаются обоснованные выводы и разрабатывается комплекс мероприятий, способствующих решению основных проблем развития рынка ценных бумаг, повышению его эффективности для массового инвестора, снижению рисков.

Особое внимание уделяется факторам, оказывающим позитивное влияние на развитие российского рынка акций как одного из основных сегментов фондового рынка страны.

Структурно работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений.

**1. Исследование теоретических основ формирования и функционирования рынка ценных бумаг**

**1.1 Причины формирования рынка ценных бумаг и необходимость его функционирования**

Для эффективного функционирования и развития различных направлений, сфер экономики необходим капитал, то есть денежные средства, вложенные в производственно-хозяйственную или финансовую деятельность.Привлечение денежных средств может осуществляться за счет внутренних и внешних источников. К внутренним источникам обычно относятся амортизационные отчисления и прибыль. Основными внешними источниками являются банковские кредиты и средства, полученные от выпуска ценных бумаг. В обществе преобладают внутренние источники, поскольку внешние являются результатом перераспределения внутренних.

Тем не менее, именно рынок ценных бумаг является одним из источников финансирования экономики. Этим определяется причина его формирования и функционирования.

Возникновение и обращение капитала, представленного в ценных бумагах тесным образом связано с функционированием рынка реальных активов, то есть рынка, на котором происходит купля-продажа материальных ресурсов. С появлением ценных бумаг, или фондовых активов, произошло как бы раздвоение капитала. С одной стороны, существует реальный капитал, с другой – его отражение в ценных бумагах, поэтому ценные бумаги часто называют «фиктивным капиталом».

Появление этой разновидности капитала связано с развитием потребности в привлечении все большего объема финансовых ресурсов вследствие усложнения и расширения коммерческой и производственной деятельности[[1]](#footnote-1).

Исторически рынок ценных бумаг начинает свое развитие на основе ссудного капитала. Это объясняется тем, что покупка ценных бумаг – это передача части денежного капитала в ссуду. При этом ценная бумага приобретает форму кредитного документа, в соответствии с которым ее владелец получает право на регулярный доход, представленный в виде процентов или дивидендов на заемный капитал.

Появившись, такой капитал начинает жить самостоятельной жизнью. Это проявляется в том, что его рыночная цена изменяется под влияние множества различных экономических и политических факторов. Стоимость фондовых активов может колебаться в больших пределах по отношению к размеру производственных фондов фирм, как превышая их в несколько раз, так и сокращаясь практически до нуля.

Независимая жизнь ценных бумаг проявляется в их самостоятельном обращении на рынке. Такое положение становится возможным в силу того, что ценная бумага представляет собой потенциальный денежный капитал, обладающий высокой степенью ликвидности, то есть способностью легко быть превращенной в денежные средства.

Функционирование капитала в форме ценных бумаг способствует формированию эффективной и рациональной экономики, поскольку он стимулирует мобилизацию свободных денежных ресурсов в интересах производства и их распределение в соответствии с потребностями рынка.

Свободные денежные средства могут быть использованы для прибыльного инвестирования во многие сферы, поэтому рынку ценных бумаг приходится конкурировать за их привлечение. Движение средств между различными рынками вложений капитала происходит под воздействием следующих факторов:

– уровень доходности рынка;

– условия налогообложения прибыли;

– уровень риска потери капитала, ожидаемого дохода;

– динамика конъюнктуры рынка.

Конъюнктура фондового рынка складывается из спроса, предложения и равновесной цены на фондовые активы. Спрос создается компаниями и государством, которым не хватает собственных доходов для финансирования инвестиций. Бизнес и правительство выступают на фондовом рынке заемщиками, а кредитором, в основном, является население, у которого по разным причинам доход превышает сумму расходов. Задача фондового рынка состоит в том, чтобы обеспечить, возможно, более эффективный и быстрый перелив сбережений в инвестиции по цене, которая бы устраивала обе стороны.

**1.2 Рынок ценных бумаг: сущность, функции, структура, виды**

Рынок ценных бумаг – это институт или механизм, сводящий вместе покупателей (предъявителей спроса) и продавцов (поставщиков) фондовых ценностей, то есть ценных бумаг[[2]](#footnote-2).

Товаром, обращающимся на данном рынке, являются ценные бумаги, вид которых определяет состав участников данного рынка, его местоположение, порядок функционирования, правила регулирования.

Существуют три модели фондового рынка в зависимости от банковского или небанковского характера финансовых посредников:

I. Небанковская модель, когда в качестве посредников выступают небанковские компании по ценным бумагам (примером страны, для которой характерна такая модель фондового рынка является США).

2. Банковская модель, когда посредниками выступают банки (пример страны – Германия).

3. Смешанная модель, когда посредниками являются как банки, так и небанковские компании (такая модель рынка ценных бумаг характерна для Японии и России).

Рынок ценных бумаг представляет собой часть финансового рынка. Основными рынками, на которых преобладают финансовые отношения, являются: рынок банковских капиталов; рынок ценных бумаг; валютный рынок; рынок страховых и пенсионных фондов.

В рыночной экономике рынок ценных бумаг является основным механизмом перераспределения денежных накоплений. Фондовый рынок создает рыночный механизм перелива капиталов в наиболее эффективные отрасли хозяйствования.

Рынок ценных бумаг имеет целый ряд функций, которые условно можно разделить на две группы: общерыночные функции, присущие обычно каждому рынку, и специфические функции, которые отличают его от других рынков.

К общерыночным функциямотносятся:

– коммерческая функция, то есть функция получения прибыли от операций на данном рынке;

– ценовая функция, которая обеспечивает процесс формирования рыночных цен на фондовые активы (ценные бумаги) и их постоянное движение;

– информационная функция, означающая, что рынок доводит до сведения своих участников различную рыночную информацию об объектах торговли;

– регулирующая функция, заключающаяся в том, что рынок создает правила торговли ценными бумагами, порядок разрешения споров между участниками, назначает органы контроля за соблюдением установленных правил.

К специфическим функциям рынка ценных бумаг можно отнести следующие:

– перераспределение денежных средств между отраслями и сферами рыночной деятельности;

– перевод сбережений из непроизводительной в производительную форму, то есть в форму капитала, приносящего доход;

– финансирование дефицита государственного бюджета на неинфляционной основе, то есть без выпуска в обращение дополнительных денежных средств.

– страхование риска вложения в ценные бумаги (хеджирование). Данная функция стала возможной благодаря появлению новых видов ценных бумаг – производных ценных бумаг, которые используются в качестве механизма страхования от неблагоприятного колебания цен на ценные бумаги в будущем.

Рынки ценных бумаг можно классифицировать по ряду критериев:

– по территориальному принципу (международные, национальные и региональные (территориальные) рынки);

– по видам ценных бумаг (рынок акций, облигаций, векселей и т.п.);

– по видам сделок (кассовый рынок, форвардный рынок, опционный рынок и т.д.);

– по эмитентам (рынок корпоративных (негосударственных) ценных бумаг, рынок государственных ценных бумаг и т.п.);

– по срокам (рынок кратко – средне-, долгосрочных и бессрочных ценных бумаг).

Смысл той или иной классификации фондового рынка определяется ее практической значимостью.

Фондовый рынок имеет следующую структуру:

1. субъекты (участники) рынка:

1.1. эмитенты – государство в лице уполномоченных им органов, юридические лица и граждане, привлекающие на основе выпуска ценных бумаг необходимые им денежные средства и выполняющие от своего имени предусмотренные в ценных бумагах обязательства;

1.2. инвесторы (или их представители, не являющиеся профессиональными участниками рынка ценных бумаг) – граждане или юридические лица, приобретающие ценные бумаги в собственность или оперативное управление с целью осуществления удостоверенных этими ценными бумагами имущественных прав (население, промышленные предприятия, институциональные инвесторы – инвестиционные фонды, страховые компании и др.);

1.3. профессиональные участники рынка ценных бумаг – юридические лица и граждане, осуществляющие виды деятельности, признанной профессиональной на рынке ценных бумаг (дилерская, брокерская, расчетно-клиринговая, депозитарная, регистрационная деятельности, а также деятельность по управлению ценными бумагами).

2. виды рынка ценных бумаг:

2.1. первичный и вторичный.

Первичный рынок – рынок эмиссии ценных бумаг, на котором осуществляется их начальное размещение среди инвесторов, то есть приобретение ценных бумаг их первыми владельцами или первая стадия процесса реализации ценной бумаги.

Эмиссия ценных бумаг – установленная законом последовательность действий эмитента по размещению собственных ценных бумаг[[3]](#footnote-3).

Важнейшей чертой первичного рынка является полное раскрытие информации для инвесторов, позволяющее сделать обоснованный выбор ценной бумаги для вложения денежных средств.

Существует две формы первичного рынка ценных бумаг:

– частное размещение,которое характеризуется продажей ценных бумаг ограниченному количеству заранее известных инвесторов без публичного предложения и продажи.

– публичное предложение,то есть размещение ценных бумаг при их первичной эмиссии путем публичных объявления и продажи неограниченному числу инвесторов.

Вторичный рынок – это рынок, на котором обращаются ранее эмитированные на первичном рынке ценные бумаги,то есть совокупность всех актов купли-продажи или других форм перехода ценной бумаги от одного владельца к другому в течение всего срока существования ценной бумаги.

Обращение ценных бумаг – заключение гражданско-правовых сделок, влекущих за собой переход прав собственности на ценные бумаги.

2.2. организованный и неорганизованный.

Организованный рынок – это обращение ценных бумаг на основе устойчивых правил между профессиональными посредниками (участниками рынка) по поручению других участников рынка.

Неорганизованный рынок (уличный рынок) – это обращение ценных бумаг без соблюдения единых для всех участников рынка правил.

2.3. биржевой и внебиржевой.

Биржевой рынок – это торговля ценными бумагами на фондовых биржах.

Биржевой рынок всегда является организованным, поскольку торговля ценными бумагами на нем ведется строго по правилам биржи и только между биржевыми посредниками, которые тщательно отбираются.

Внебиржевой рынок – торговля ценными бумагами, минуя фондовую биржу.

Внебиржевой рынок может быть организованным и неорганизованным. Организованный внебиржевой рынок основывается на компьютерных системах связи, торговли и обслуживания по ценным бумагам.

2.4. кассовый и срочный.

Кассовый рынок (иностранное название: «кэш» – рынок, или «спот» – рынок) – это рынок с немедленным исполнением сделок по купле-продаже ценных бумаг (в течение 1–2 рабочих дней).

Срочный рынок – это рынок, на котором заключаются разнообразные сделки по купле-продаже ценных бумаг со сроком исполнения, превышающим 2 рабочих дня (чаще всего со сроком исполнения 3 месяца). При этом все условия сделки оговариваются в момент заключения сделки (вид ценной бумаги, объем покупаемых или продаваемых ценных бумаг, общая сумма сделки, срок и условия поставки ценных бумаг), а исполнение сделки происходит в определенный срок в будущем.

3. механизм регулирования рынка ценных бумаг:

3.1. органы государственного регулирования и надзора:

– высшие органы управления (Президент, правительство);

– министерства и ведомства (Министерство финансов РФ, Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг, другие);

– Центральный Банк РФ.

3.2. саморегулирующиеся организации – объединения профессиональных участников рынка ценных бумаг, которые выполняют определенные регулирующие функции.

4. инфраструктура рынка:

4.1. правовая (законодательная, нормативная);

4.2. информационная (финансовая пресса, системы фондовых показателей и т.д.),

4.3. депозитарная и расчетно-клиринговая сеть;

4.4. регистрационная сеть.

**1.3 Основные закономерности и этапы развития мирового фондового рынка**

На протяжении своего развития мировой фондовый рынок пережил периоды роста и падения, интеграции и дезинтеграции.

В волнообразном развитии мирового фондового рынка можно обнаружить ряд этапов, на каждом из которых менялась роль и место операций с ценными бумагами в системе мирового хозяйства, динамика, объем и структура финансовых потоков между странами.

Этапы развития мирового фондового рынка:

1. с 1860-го по 1914 г. *–* период бурного развития национальных фондовых рынков, увеличения международного перемещения капиталов и формирования глобального рынка капиталов.

Этому процессу благоприятствовали как политические, так и экономические условия. Формирование мирового фондового рынка в то время определяли:

– изменение структуры и состава заемщиков на рынке капиталов.Если в 1870 г. 60% иностранных заимствований на лондонском рынке приходилось на правительственные займы, то к 1914 г. их доля составляла менее 30%. Соответственно увеличивалась доля частных ценных бумаг за счет эмиссии акций и облигаций корпорациями;

– производительный характер подавляющей части заимствований.Основная часть эмиссий ценных бумаг была связана с финансированием инфраструктурных объектов железных дорог, портовых сооружений, коммуникаций, что отвечало потребностям формирующихся внутренних рынков и быстро развивавшейся в то время внешней торговли. На строительство железных дорог шла практически половина мобилизованных на рынке капитала средств;

– преимущественно долгосрочный характер осуществляемых заимствований,которым благоприятствовали практическое отсутствие каких-либо валютных рисков в условиях существования золотых паритетов национальных валют. Периодически возникавшие финансовые кризисы, вызываемые в значительной степени спекулятивными факторами, тем не менее, не препятствовали поступательному расширению мирового рынка капиталов;

– растущее взаимодействие участников фондового рынка.Обращение ценных бумаг эмитентов одних стран на фондовых рынках других эмитентов и операции участников рынка одних государств на рынках других были в то время обычной практикой. Растущая интеграция позволяла предпринимать действия по размещению ценных бумаг на нескольких рынках одновременно;

– внедрение новейших для того времени средств коммуникации и связи.Первый трансатлантический кабель между Европой и Америкой был проложен в 1866 г. Установление прямой связи между финансовыми центрами США и Европы позволило наладить постоянный обмен котировками ценных бумаг между рынками, что способствовало дальнейшей интеграции этих рынков;

– становление фондовых бирж в качестве ключевого элемента мирового рынка капиталов.

Фондовые биржи выступали основными торговыми площадками, на которых совершалась торговля ценными бумагами. Они были основным источником информации о ценах (курсах) торгуемых на бирже инструментов, определяли правила торговли финансовыми инструментами, осуществляли процедуру клиринга и расчетов по ценным бумагам, выступали в известной мере гарантами при расчетах.

Параллельно возрастала роль на фондовом рынке коммерческих и инвестиционных банков, которые также выступали организаторами торговли ценными бумаги между клиентами банков. Благодаря конкуренции между биржевым и внебиржевым рынком совершенствовалась инфраструктура рынков капиталов.

2. с 1920-го по 1945 г.

Этот период характеризуется началом распада мирового фондового рынка и исчезновением условий, которые обеспечивали развитие мирового рынка капиталов в довоенный период.

После первой мировой войны возросла политическая нестабильность, вызванная революционными потрясениями в целом ряде стран, распространением социалистических идей, ростом активности левых сил и нарастанием социальной напряженности. Экономическая политика правительств утратила свою предсказуемость и последовательность.

Усиливалась экономическая и валютно-финансовая нестабильность. Первая мировая война привела к прекращению обмена национальных валют на золото во внутреннем денежном обороте. Возросшие финансовые расходы государств финансировались за счет роста государственной задолженности. В ряде стран расстройство государственных финансов и обесценение национальных денежных знаков было настолько значительным, что потребовало проведение денежных реформ.

После первой мировой войны сложилась новая расстановка сил на мировом рынке капиталов. Главным кредитором на мировом рынке капиталов стали Соединенные Штаты Америки.

В Западную Европу средства из США поступали по частным каналам – в виде банковских кредитов и заимствований на рынке США. За счет этих средств шел процесс послевоенного восстановления экономики Западной Европы.

Однако во второй половине 20-х годов экспорт капитала из США замедлился в связи с начавшимся экономическим подъемом. У экономики США открылись новые перспективы в связи с внедрением в массовое потребление таких достижений, как радио, автомобили, самолеты и т.д.

В результате американские банки постепенно утрачивали интерес к западноевропейскому рынку. Поток средств из США в Западную Европу сменился притоком частного капитала на американский рынок.

Западная Европа столкнулась с серьезными валютно-финансовыми трудностями. Ухудшалось финансовое положение западноевропейских банков. При этом финансовые проблемы Западной Европы в свою очередь ударили по интересам американских банков. Они лишились стабильных источников поступления средств в счет погашения ранее предоставленных кредитов западноевропейским банкам.

Мировой экономический кризис 1929–1933 гг. привел к дезинтеграции мирового фондового рынка. Его признаками стали:

– резкое сокращение объемов перелива капиталов между странами;

– возрастание факторов курсового риска и риска платежеспособности;

– распад мировой валютной системы на обособленные валютные блоки и зоны;

– усиление роли государственного регулирования валютно-финансовых операций.

Валютные ограничения по текущим и капитальным операциям в начале второй мировой войны завершили процесс распада некогда единого мирового валютно-финансового пространства.

3. с 1945-го по 1972 г.

Международное движение капиталов в первые годы после войны осуществлялось преимущественно по государственным каналам. Перемещение частного капитала находилось под жестким государственным контролем. Международная деятельность национальных рынков капиталов фактически была сведена к нулю жесткими валютными ограничениями. Исключение составлял лишь рынок капиталов США. Однако на рынке США международные операции носили единичный характер и осуществлялись в основном в виде облигационных займов иностранных правительств. В числе заемщиков на протяжении 50-х годов выступали правительства Австралии, Бельгии, Норвегии, Дании, Франции, Италии, Новой Зеландии и др. Средний объем официальных займов был сравнительно небольшим и составлял 20 – 50 млн. дол. Тем не менее международная деятельность американского рынка капиталов не получила развития. В 60-е годы 20 века США, озабоченные ухудшением своего платежного баланса, встали на путь ограничения вывоза капитала.

В результате этого формирование мирового рынка капиталов сместилось на евровалютный рынок. Его источником стали денежные средства, размещенные в банках вне территории места эмиссии и обращающиеся за пределами страны эмиссии. Зарождение евровалютного рынка произошло в результате:

– введения частичной (внешней) обратимости западноевропейских валют для нерезидентов по текущим операциям в декабре 1958 года.

– ограничения экспорта капиталов из США.

Евровалютный рынок устраивал в то время практически всех. Официальные власти не видели в нем угрозы для своих замкнутых национальных рынков. Более того, для многих правительств он открывал возможность международных заимствований. Для банков, осуществлявших международную деятельность, он позволял расширить спектр оказываемых услуг. Для промышленных компаний, в том числе американских, он предоставлял дополнительные возможности финансирования внешнеэкономической деятельности.

Мировой фондовый рынок на этом этапе развития был представлен двумя уровнями. На верхнем функционировал еврооблигационный рынок. На нижнем – замкнутые и обособленные национальные рынки, на которых операции с ценными бумагами жестко регулировались со стороны национальных органов.

Национальные рынки капиталов в тот период были не только разделены между собой, но и внутри каждой страны поделены на самостоятельные сегменты. Это позволяло государству контролировать объемы, структуру и направления использования финансовых ресурсов, диктовать банкам политику в области процентных ставок и объемов выделяемых кредитов, контролировать эмиссию ценных бумаг и объемы операций с ними. Цель была одна – обеспечить финансовую стабильность, повысить эффективность использования ограниченных финансовых средств, направить средства на развитие производства и торговли.

Этот период характеризовался тем, что фондовый рынок играл второстепенную роль, поскольку правительства отдельных стран очень осторожно относились к возможности неконтролируемого перемещения капиталов. Даже при осуществлении собственных заимствований на рынке капиталов государства предпочитали обойти фондовый рынок, выпуская в основном нерыночные облигации.

В послевоенный период существование модели закрытых и жестко регулируемых национальных рынков оправдывало себя, поскольку обеспечивало высокие темпы развития экономики и торговли, позволяло поддерживать относительную макроэкономическую стабильность в рамках национальных экономик.

Вместе с тем система государственного контроля и регулирования не была идеальной, как того хотелось бы государству. Параллельно существовал нерегулируемый, «теневой» рынок, где распределение средств происходило по законам спроса и предложения.

С ростом международной торговли и либерализацией валютных операций начала возрождаться биржевая торговля. В середине 50-х годов 20 века в США активизировался фондовый рынок. В июле 1967 г. США пережили первый в послевоенный период кризис на фондовом рынке. Он получил название «бумажного» в связи с тем, что отсталая технология обработки информации, осуществлявшаяся на бумажных носителях, перестала справляться с нарастающим объемом сделок. Кризис положил начало серьезным изменениям на фондовом рынке США, в том числе технической революции в биржевом деле.

В то время кризис в США никак не затронул фондовые биржи в Западной Европе. Принципиальные основы функционирования национальных фондовых рынков в Западной Европе не менялись: сохранялось жесткое государственное регулирование и регламентация деятельности.

Со временем параллельное сосуществование национальных замкнутых фондовых рынков в Западной Европе и еврооблигационного рынка становилось все более конфликтным. Как ни старались официальные регулирующие органы оградить национальные фондовые рынки от мирового рынка, границы между ними становились все более прозрачными в результате постепенной либерализации национальных рынков и развития финансовых технологий и финансового инструментария на мировом рынке.

4. с 1973 г. по настоящее время.

Необходимость преобразований в этот период времени диктовалась внутренними финансовыми проблемами. В начале 70-х годов 20 века экономика западных стран впервые столкнулась с достаточно большим уровнем инфляции. Правительства западных стран были не в состоянии сдержать рост цен. Инфляция подрывала основу политики государственного регулирования на рынке капиталов. Превышение роста внутренних цен над доходностью финансовых инструментов (банковских депозитов, акций и облигаций) провоцировало бегство от денег в товарные активы. Фактически возникла угроза саморазрушения построенной и контролируемой государствами финансовой системы.

В 1973–1974 годах американский фондовый рынок испытал серьезный кризис. Обесценение акций с поправкой на инфляцию составило 45%.

Кризисные явления в первой половине 70-х годов свидетельствовали о том, что во многом пришла в негодность система государственного регулирования, сложившаяся в первые послевоенные годы. Нужны были новые решения и новые подходы к регулированию. Начавшийся процесс трансформации функционирования рынка преследовал три основные цели:

– создание рынка банковских услуг;

– создание рынка государственных заимствований;

– создание рынка корпоративных ценных бумаг.

Таким образом, этот этап характеризовалсярадикальными преобразованиями на национальных фондовых рынках развитых стран, что объясняется следующими причинами:

– переходом к плавающим валютным курсам в 1973 г., прекращением выполнения золотом денежных функций;

– возрастанием роли современных технологий, способствовавших установлению более тесных связей между национальными финансовыми рынками;

– появлением новых финансовых продуктов и совершенствованием технологий торговли ими;

– введениемполитики дерегулирования национальных рынков и либерализация в области движения капиталов.

Суть дерегулированиясостояла в отказе государства от прямого вмешательства в финансовую деятельность институтов рынка.

В области операций с государственными ценными бумагами отменялось требование принудительной покупки государственных ценных бумаг банками по установленной государством цене, что было по сути дела принудительным финансированием дефицитов государственного бюджета. Эмиссия государственных ценных бумаг стала осуществляться в форме аукционов, значительно сокращалась эмиссия нерыночных государственных ценных бумаг, распределяемых в принудительном порядке среди финансовых институтов. Благодаря этому в западных странах появились первичный и вторичный рынок государственных ценных бумаг.

В области операций с корпоративными ценными бумагами отменялись ограничения доступа национальным эмитентам и инвесторам к операциям на национальных фондовых рынках, упразднялась практика установления фиксированных биржевых комиссионных сборов. Государство отказывалось от прямого контроля за условиями эмиссии корпоративных долговых инструментов. Функции контроля за выпуском акций и корпоративных облигаций передавались национальным комиссиям по контролю за рынком ценных бумаг, на которые была возложена обязанность проверять соответствие проспектов эмиссии установленным требованиям.

Либерализацияспособствовала постепенному открытию национальных рынков капиталов для иностранных эмитентов и инвесторов. Процесс либерализации в области движения капиталов начался в середине 70-х годов и завершился к началу 90-х 20 века.

«Финансовая революция» на рынках капиталов западных стран сопровождалась значительными структурными изменениями, а именно:

– ростом роли финансового сектора в экономике стран;

– изменением модели проведения финансовых операций: банки стали утрачивать свою роль в качестве главных финансовых посредников, уступая свое место фондовому рынку.

Политика дерегулирования и либерализации на протяжении 70-х – первой половины 90-х годов 20 века создавала условия для взаимодействия и интеграции национальных фондовых рынков, расширения масштабов операций на них и переливу частных капиталов между странами.

В результате интеграции национальных финансовых рынков произошло формирование мирового фондового рынка.

С либерализацией рынка государственных ценных бумаг объектами международных финансовых операций стали государственные ценные бумаги (казначейские векселя, среднесрочные и долгосрочные государственные облигации). Расширился круг участников валютного рынка за счет институциональных инвесторов, страховых и пенсионных фондов, выступавших их держателями.

Государственные ценные бумаги стали одним из наиболее привлекательных объектов долгосрочного инвестирования в силу своей высокой надежности. Доля всего объема государственных ценных бумаг в общем объеме мировых финансовых активов выросла с 18% в 1980 г. до 25% в 1992 г. и к 2000 г. составляла около 30 – 35%.

Открытые рынки государственных долговых обязательств сыграли существенную роль как в плане интеграции национальных финансовых рынков, выравнивания уровня процентных ставок на котируемые облигации разных стран, так и в плане стабилизации национальных рынков, расширения их ликвидности, снижения издержек обращения, расширения состава участников.

Свидетельством интернационализации рынка государственных долговых обязательств стало увеличение числа иностранных держателей национальных государственных ценных бумаг.

Наиболее существенную роль в увеличении объемов операций на фондовом рынке сыграла либерализация национальных рынков корпоративных ценных бумаг.

Конкуренция между банками и преимущество крупных универсальных банков вело к концентрации капитала на рынке финансовых услуг. В настоящее время на рынках ведущих стран приблизительно половина всего объема финансовых операций приходится на десять крупнейших банковских институтов. Через отделения и филиалы они осуществляют свою деятельность по всему миру, содействуя формированию международных фондовых рынков. Такие рынки существуют в разных регионах мира. Однако более половины всего объема международных операций с финансовыми активами (56%) приходится на Лондон, Нью-Йорк и Токио.

Деятельность международных финансовых центров играет важную роль в стимулировании интеграционных процессов. К середине 80-х годов сформировалась достаточно тесная взаимозависимость между мировыми фондовыми рынками ведущих стран.

Концентрация капитала и универсализация деятельности институтов рынка финансовых услуг в сочетании с внедрением новейших технологий способствовала появлению нового вида финансовых инструментов – глобальных финансовых продуктов. На рынке акций, в частности, таковыми являются международные акции.

**1.4 История развития российского рынка ценных бумаг**

В истории формирования и развития рынка ценных бумаг царской России можно выделить три основных периода:

I. 1769–50-е годы 19 века.

Этот период считается периодом возникновения и началом становления рынка ценных бумаг. Он характеризуется тем, что тогда преимущественно обращались государственные ценные бумаги.

В 1769 году впервые ценные бумаги появились в форме облигационного внешнего займа России, который был размещен за пределами России сроком на 10 лет под 5 процентов годовых.

II. 60-е годы 19 века – 1897 год.

Этот период характеризуется интенсивным развитием рынка ценных бумаг.

Параллельно с обращением государственных ценных бумаг развивались ценные бумаги во взаимосвязи с деятельностью хозяйственных субъектов.

III. 1897–1913 гг.

Этот период считается периодом становления «зрелого» рынка ценных бумаг.

В 1897 году в России была проведена денежная реформа. В период ее подготовки был выпущен ряд новых облигационных займов, эмитентом которых был Государственный банк России. Кроме этого, выпускались иные виды государственных ценных бумаг. Так, например, в истории ценных бумаг России особое место занимали государственные ценные бумаги железнодорожных займов, которые являлись инструментом инвестиционной политики правительства.

Этот период характеризовался усилением государственного регулирования фондового рынка и активной торговлей ценными бумагами через биржи. К началу первой мировой войны Россия занимала пятое место в мире по объему биржевого оборота после Англии, США, Франции и Германии.

После 1917 года все операции с ценными бумагами на территории России были запрещены. Были аннулированы облигации внутренних и внешних государственных займов. В процессе национализации прекратили существование акционерные общества. Их акции и облигации утратили юридическую силу. В результате корпоративные ценные бумаги были выведены из экономического обращения.

В целях привлечения свободных денежных средств для восстановления экономики советским правительством в течение 1922 -27 годов были выпущены самые разнообразные займы, но все они характеризовались низким курсом и высокой доходностью. Держатели облигаций имели ряд дополнительных льгот: можно было получать ссуды банков под залог облигаций, использовать облигации при уплате налогов. Это обеспечивало высокую ликвидность государственных ценных бумаг.

В 1926 году была принята Инструкция Государственного банка по учету векселей. Появились акционерные общества, а значит и рынок корпоративных ценных бумаг. Возрождение различных инструментов рынка ценных бумаг объективно привело к формированию бирж. Первая советская биржа открылась в 1921 году. В 1924 году насчитывалось уже 10 фондовых отделов при товарных биржах[[4]](#footnote-4).

К концу 1924 года вместо официальной неизменной цены государственные ценные бумаги стали размещаться по рыночному курсу. Начиная с 1927 года государственные предприятия были обязаны помещать все резервные средства в государственные ценные бумаги, кооперативные и акционерные общества – 60% резервных средств.

Отказ от новой экономической политики (НЭПа) привел к тому, что рынок корпоративных ценных бумаг (акций, облигаций, векселей) перестал существовать.

Великая Отечественная война потребовала огромных финансовых ресурсов. В течение 1942–45 годов было выпущено четыре «военных займа» на общую сумму 72 млрд. руб. В 1948 году выпущен новый конверсионный займ – государственный двухпроцентный займ для обмена облигаций займов, выпущенных до 1947 года. Обмен проводился сберегательными кассами. С 1946 по 1957 года было выпущено пять займов восстановления и развития народного хозяйства сроком на 20 лет. Доход выплачивался только в виде выигрышей.

Но, текущие расходы по обслуживанию государственных займов стали превышать поступления от размещения новых займов, в связи с чем прекратился дальнейший выпуск новых займов, перестали проводиться выигрышные тиражи и отсрочено погашение ранее выпущенных займов на 20 лет.

Только в 90-х годах 20 века Россия стала на путь возрождения рынка ценных бумаг. Решающую роль в возрождении рынка ценных бумаг сыграла приватизация.

В России выбрана смешанная модель фондового рынка, на котором одновременно и с равными правами присутствуют и коммерческие банки, имеющие все права на операции с ценными бумагами, и небанковские инвестиционные институты.

**1.5 Характеристика основных видов профессиональной деятельности на фондовом рынке**

Профессиональная деятельность – это специализированная деятельность на фондовом рынке по перераспределению денежных ресурсов на основе ценных бумаг, по организационно-техническому и информационному обслуживанию выпуска и обращения ценных бумаг.

Профессиональная деятельность на фондовом рынке подразделяется на следующие виды:

– Перераспределение денежных ресурсов и финансовое посредничество:

– брокерская деятельность;

– дилерская деятельность;

– деятельность по организации торговли ценными бумагами;

– Организационно-техническое обслуживание операций с ценными бумагами:

– депозитарная деятельность;

– консультационная деятельность;

– деятельность по ведению и хранению реестра акционеров;

– расчетно-клиринговая деятельность.

– расчетно-клиринговая деятельность по денежным средствам (в связи с операциями с ценными бумагами).

Дадим характеристику основных видов профессиональной деятельности на фондовом рынке.

Брокер – профессиональный посредник, который представляет на рынке ценных бумаг клиента (продавца или покупателя) и совершает сделки от имени клиента и за счет клиента, от имени клиента, но за свой счет, от своего имени, но в интересах клиента и за счет клиента. За посредничество клиент платит брокеру комиссионное вознаграждение[[5]](#footnote-5).

Для успешной работы на бирже брокер должен:

– хорошо разбираться в ценных бумагах;

– знать правила торговли той биржи, на которой он работает;

– уметь вести биржевой торг;

– уметь определить доход от тех сделок, которые заключаются по его инициативе на бирже.

Деятельность брокера на рынке ценных бумаг возможна только при наличии соответствующей лицензии, которая выдается на основании заявления и других документов, установленных Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг. Брокер может быть как юридическим, так и физическим лицом.

Размер собственного капитала брокера должен соответствовать требованиям на момент получения лицензии и в течение всего срока осуществления соответствующего вида деятельности.

Специалисты, занимающиеся брокерской деятельностью, должны удовлетворять квалификационным требованиям, установленным Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг.

Брокер обязан ежеквартально с момента получения лицензии в срок не позднее 45 дней со дня окончания квартала представлять отчетность, включающую информацию об итогах своей финансово-хозяйственной деятельности за истекший квартал, объеме и количестве заключенных им сделок и иную информацию по форме, установленной Федеральной комиссией.

Брокерские фирмы проходят соответствующую аккредитацию на бирже, то есть биржа устанавливает соответствие брокерской фирмы тем требованиям, которые к ней предъявляются со стороны биржи. Брокерская фирма, прошедшая аккредитацию, вносится в реестр биржи и получает номер, под которым действует при заключении сделок.

Оплата за брокерские услуги обычно устанавливается по соглашению между фирмой и клиентом в размере определенного процента в зависимости от суммы сделки.

Дилер – профессиональный участник биржевой торговли, выступающий при заключении сделок от своего имени и за свой счет[[6]](#footnote-6).

Дилером может быть только юридическое лицо. Для работы в качестве дилера на рынке ценных бумаг необходима лицензия. Порядок выдачи лицензии для дилера аналогичен порядку ее получения брокером.

Дилер осуществляет объявление цены продажи и покупки, минимальное и максимальное количество покупаемых и (или) продаваемых ценных бумаг, а также устанавливает срок, в течение которого действует объявленные цены.

Дилер организует внутренний учет операций с ценными бумагами и представляет соответствующую отчетность о своей деятельности в Федеральную комиссию по рынку ценных бумаг.

Дилер имеет право:

– выполнять функции андеррайтера[[7]](#footnote-7) (гаранта) при первичном размещении эмиссионных ценных бумаг;

– консультировать клиентов по вопросам приобретения ценных бумаг;

– предоставлять клиентам денежные средства по договору займа для приобретения ценных бумаг под их залог. Сумма займа одному клиенту не должна превышать 50% рыночной стоимости ценных бумаг, а общая сумма денежных средств, предоставляемых клиентам по договорам займа, не может превышать двукратного размера собственного капитала дилера.

После заключения сделки на бирже по купле-продаже ценных бумаг наступает этап сверки всех параметров сделки, проверки итоговых сверочных документов на подлинность и правильность оформления, а также вычисление денежных сумм, которые подлежат переводу, и количества ценных бумаг, которые должны быть поставлены по итогам сделки. Помимо суммы платежа непосредственно за купленные ценные бумаги уплате могут подлежать налог на операции с ценными бумагами, биржевые и прочие сборы. Этот процесс называется расчетно-клиринговым. Его можно разделить на две части:

– клиринг – отношения между участниками биржевой торговли, основанные на установлении того, кто, кому и в какие сроки должен уплатить деньги и поставить ценные бумаги[[8]](#footnote-8);

– расчеты – процесс выполнения обязательств, определенных в ходе клиринга, конечным результатом которого является передача ценных бумаг от продавца к покупателю, а также денежный расчет покупателя с продавцом согласно условиям контракта.

Основные функции клиринга и расчета:

– обеспечение процесса регистрации заключенных биржевых сделок;

– учет зарегистрированных сделок;

– зачет взаимных обязательств и платежей участников биржевого рынка;

– гарантийное обеспечение биржевых сделок;

– организация денежных расчетов;

– обеспечение поставки ценных бумаг по заключенной биржевой сделке.

Основные принципы организации клиринга и расчетов:

1. Клиринг и расчеты осуществляются специализированным органом – клиринговой палатой или структурным подразделением биржи.

2. Соблюдение требования о раздельном ведении и учете средств клиентов и средств фондовых посредников (брокеров).

3. Наличие жесткого расписания клиринга и расчетов во времени. Каждая операция имеет строго ограниченный временной интервал.

4. Система гарантирования исполнения заключенных на бирже сделок.

Регистраторы – организации, которые по договору с эмитентом ведут реестр.

Реестр – список владельцев именных ценных бумаг, составленный на определенную дату[[9]](#footnote-9).

Задача регистратора состоит в том, чтобы вовремя и без ошибок предоставлять реестр эмитенту.

Регистратор осуществляет ведение лицевых счетов владельцев ценных бумаг и номинальных держателей счетов, которые при бездокументарном выпуске удостоверяют право собственности на ценные бумаги.

Номинальный держатель – лицо, на которое в реестре записано некоторое количество ценных бумаг, тогда как на самом деле он их собственником не является. Номинальный держатель сам ведет учет реальных собственников.

Функции регистратора может выполнять акционерное общество или сторонняя организация, профессионально оказывающая услуги по ведению реестров.

Депозитарий – организация, которая оказывает услуги по хранению сертификатов ценных бумаг и / или учету прав собственности на ценные бумаги.

Сертификат ценной бумаги – документ, выпускаемый эмитентом и удостоверяющий совокупность прав на указанное в сертификате количество ценных бумаг.

Депозитарий ведет счета, на которых учитываются ценные бумаги, переданные ему клиентами на хранение. Счета, предназначенные для учета ценных бумаг, называют счетами «депо», которые бывают пассивными и активными. На пассивных счетах ценные бумаги учитываются в разрезе владельцев, а на активных счетах – в разрезе мест хранения.

К основным функциям депозитария относят:

– ведение счетов «депо» по договору с клиентом;

– хранение сертификатов ценных бумаг;

– перевозка сертификатов, проверка их на подлинность и платежность.

Депозитарии не занимаются активными операциями, связанными с совершением по поручению клиента или от своего имени сделок купли-продажи ценных бумаг; доверительным управлением ценными бумагами клиента.

Клиента депозитария принято называть депонентом.

Различают открытый и закрытый способы хранения ценных бумаг в депозитариях. При открытом хранении сертификаты всех ценных бумаг одного выпуска хранятся вместе. При этом нельзя сказать, какому именно из депонентов какой именно сертификат принадлежит. Поручения на исполнение депозитарных операций при таком виде хранения принимаются только с указанием числа ценных бумаг без указания их индивидуальных признаков.

При закрытом хранении депозитарию известно, какие именно ценные бумаги принадлежат данному депоненту. При таком способе хранения поручения от депонента принимаются с указанием индивидуальных признаков ценной бумаги или удостоверяющих их сертификатов.

Открытый способ хранения технологически значительно проще. Закрытый способ хранения рекомендуется использовать в особых случаях, когда свойства ценных бумаг одного и того же выпуска могут быть различными.

Для осуществления деятельности по управлению ценными бумагами необходимо получение лицензии.

Деятельность по управлению ценными бумагами включает несколько направлений:

– управление ценными бумагами, переданными их владельцами в соответствующую компанию;

– управление денежными средствами клиентов, предназначенными для прибыльного вложения в ценные бумаги;

– управление ценными бумагами и денежными средствами, которые компании получают в процессе своей деятельности на рынке ценных бумаг.

**1.6 Регулирование рынка ценных бумаг: формы и функции**

Рынок ценных бумаг регулируется со стороны государства. Цель государственного регулирования заключается в обеспечении надежности и роста ценных бумаг, выработке его национальной модели, которая в наибольшей мере способствовала бы экономического росту.[[10]](#footnote-10)

Государственное участие в регулировании фондового рынка необходимо, поскольку этот рынок является очень масштабным и рискованным для финансовой безопасности страны. Особенно активную роль государство должно выполнять на начальных этапах становления рынка ценных бумаг в стране.

Основные функции государства в регулировании рынка ценных бумаг:

– разработка идеологии и законодательной базы работы рынка (концепция рынка, программа ее реализации и т.п.; законодательные документы, надзор за их исполнением);

– концентрация финансовых ресурсов на цели создания рынка и его инфраструктуры;

– установление «правил игры» для участников рынка (требований к участникам, операционных и учетных стандартов);

– контроль за финансовой устойчивостью и безопасностью рынка (надзор за финансовым состоянием инвестиционных институтов, принятие мер по их оздоровлению, контроль за соблюдением правовых и этических норм, применение санкций);

– создание системы информации о состоянии рынка ценных бумаг и обеспечению ее открытости для инвесторов;

– формирование системы страхования инвесторов от потерь (государственные или смешанные схемы страхования инвестиций);

– предотвращение негативного воздействия на фондовый рынок других видов государственного регулирования (монетарного, валютного, фискального, налогового);

– предупреждение чрезмерного развития рынка государственных ценных бумаг (отвлекающего часть денежного предложения инвестиционных ресурсов на покрытие непроизводительных расходов государства).

Одним из аспектов роли государства на рынке ценных бумаг является то, что оно выступает крупнейшим эмитентом (финансирование государственного долга) и инвестором (государственная собственность в ценных бумагах предприятий и банков), использует инструменты рынка ценных бумаг для проведения макроэкономической политики и, в лице Центрального банка, является крупнейшим дилером на рынке государственных ценных бумаг.

Государственное регулирование рынка ценных бумаг осуществляется в виде прямого вмешательства в его функционирование, а также в виде мер по косвенному воздействию на рынок.

Государство воздействует на состояние рынка через кредитно-денежную политику Центрального банка. Состояние фондового рынка тесно связано с задачей регулирования денежной массы в обращении путем поощрения или сдерживания кредита. Центральный Банк, используя политику открытого рынка, продает или покупает на фондовом рынке государственные ценные бумаги.

Фондовый рынок реагирует на учетную политику Центрального банка. Центральный банк может предоставлять ссуды коммерческим банкам под залог ценных бумаг в рамках ломбардного кредитования. Понижая учетную ставку, то есть плату за ссуду, Центральный Банк поощряет кредитование, повышает ее – он ослабляет интерес. В период повышения учетной ставки курс акций и облигаций обычно падает, и наоборот, при понижении учетной ставки курс акций и облигаций повышается.

Фондовый рынок реагирует также на изменение обязательных резервных средств, которые должны хранить коммерческие банки в Центральном Банке. Центральный Банк может прибегнуть к этому инструменту, чтобы быстро сократить объемы кредитования, увеличив норму резерва, или расширить их, понизив норму. Расширение объемов кредитования приводит к увеличению доступности денег и снижению уровня ссудного процента. Следствием таких действий будет повышение курса акций и облигаций, выпущенных под более высокий процент. Если резервная норма повышается, то уменьшается доступность денег, возрастает ссудный процент и падает курс акций и облигаций, выпущенных под более низкий процент.

Рынок ценных бумаг испытывает воздействие государственного регулирования и в случае возникновения большого дефицита государственного бюджета. Для того, чтобы изыскать средства для его компенсации, государство выпускает облигации. В связи с этим оно будет заинтересовано в понижении нормы ссудного процента, чтобы разместить займ под меньший процент. Действия Центрального Банка по понижению нормы процента, связанные с увеличением денежной массы в обращении, будут способствовать повышению курса акций и облигаций, выпущенных под более высокий процент.

В Российской Федерации к органам государственного регулирования рынка ценных бумаг относятся: Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР), Министерство Финансов РФ, Центральный Банк РФ, Комитет по управлению государственным имуществом РФ, Антимонопольный комитет РФ, министерство по налогам и сборам.

В результате реформирования системы органов исполнительной власти Указом Президента РФ №314 от 9 марта 2004 г. была упразднена Федеральная комиссия по ценным бумагам (ФКЦБ России), а ее функции переданы Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР). Указ Президента РФ №649 от 20 мая 2004 г. внес дополнительные коррективы в установление функций федеральных органов исполнительной власти и поручил Правительству РФ осуществить перераспределение функций и полномочий образованных / преобразованных структур в соответствии с федеральным законодательством.

Следует отметить, что, несмотря на структурные преобразования, новый федеральный орган исполнительной власти на финансовых рынках унаследовал полномочия, которыми обладал его предшественник – ФКЦБ России, в основном без концептуальных изменений.

За время существования ФКЦБ России ее нормотворчество развивалось весьма интенсивно, в результате было принято около 200 постановлений, регламентирующих отношения на рынке ценных бумаг, а также более 200 распоряжений и методических рекомендаций, зачастую имеющих нормативный характер и фактически обязательных для исполнения всеми субъектами рынка[[11]](#footnote-11).

Основные функции регулирующих органов в РФ[[12]](#footnote-12):

– регистрация всех участников рынка ценных бумаг;

– обеспечение всех субъектов экономики достоверной информацией о выпуске и обращении ценных бумаг;

– контроль и поддержание правопорядка на рынке ценных бумаг.

Кроме государственного регулирования в функционировании рынка ценных бумаг важное значение имеет его саморегулирование, в котором особую роль играет фондовая биржа.

Саморегулируемая организация учреждается профессиональными участниками рынка ценных бумаг для обеспечения условий их деятельности, соблюдения стандартов профессиональной этики, защиты интересов владельцев ценных бумаг, установления правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами.[[13]](#footnote-13)

Саморегулируемыми организациями признаются предпринимательские ассоциации, добровольные объединения, устанавливающие для своих членов формальные правила ведения бизнеса на фондовом рынке. По российским правовым нормам саморегулируемые организации могут принимать форму ассоциаций, профессиональных союзов или профессиональных общественных организаций.

Такая организация учреждается не менее чем десятью профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Все доходы саморегулируемой организации используются исключительно для выполнения уставных задач и не распределяются среди ее членов.

Функции российских саморегулируемых организаций соответствуют общепринятым в мировой практике:

– разработка и установление правил и стандартов профессиональной деятельности;

– контроль за деятельностью своих участников на предмет соблюдения правил и стандартов;

– привлечение к ответственности участников рынка за нарушения требований правил и стандартов;

– развитие инфраструктуры фондового рынка;

– защита профессиональных интересов своих членов в отношениях с органами государственной власти и потребителями;

– анализ информации о деятельности своих членов;

– организация профессионального обучения, аттестации;

– проведение профессиональной общественной экспертизы законопроектов и проектов нормативных актов Правительства РФ и иных государственных органов.

Надзор за деятельностью саморегулируемых организаций и контроль за их созданием осуществляется Федеральной службой по финансовым рынкам.

Исследование теоретических основ функционирования рынка ценных бумаг позволяет сформулировать следующее.

Рынок ценных бумаг является основным механизмом перераспределения денежных накоплений. Фондовый рынок создает рыночный механизм перелива капиталов в наиболее эффективные отрасли хозяйствования.

Субъектами рынка являются эмитенты, инвесторы и профессиональные участники. К профессиональным видам деятельности относятся брокерская и дилерская деятельность, расчетно-клиринговая, депозитарная, регистрационная деятельности, а также деятельность по управлению ценными бумагами.

Брокеры и дилеры являются профессиональными посредниками на фондовом рынке. Их деятельность лицензируется. Брокер выступает от имени, за счет или в интересах клиента, получая за это комиссионное вознаграждение. Дилеры работают на рынке ценных бумаг от своего имени и за свой счет.

Расчетно-клиринговая деятельность позволяет минимизировать риски при заключении сделок по купле-продаже ценных бумаг, поскольку расчетно-клиринговая палата гарантирует исполнение заключенной сделки и берет на себя обязанность по определению того, кто и в какие сроки должен поставить биржевой актив и перечислить деньги.

Регистрационная деятельность необходима для ведения реестра, то есть списка владельцев именных ценных бумаг. Депозитарная деятельность представляет собой деятельность по хранению ценных бумаг и учету прав собственности на них.

Рынок ценных бумаг делится на: первичный и вторичный. Первичный рынок – рынок эмиссии ценных бумаг, на котором осуществляется их начальное размещение среди инвесторов. Вторичный рынок – это рынок, на котором обращаются ранее эмитированные на первичном рынке ценные бумаги.

Рынок ценных бумаг регулируется государством и саморегулируемыми организациями. Цель государственного регулирования заключается в обеспечении надежности рынка с целью привлечения массового инвестора. Государственное участие в регулировании фондового рынка необходимо, поскольку этот рынок является очень масштабным и рискованным для финансовой безопасности страны. Особенно активную роль государство должно выполнять на начальных этапах становления рынка ценных бумаг в стране.

Государство на рынке ценных бумаг выступает крупнейшим эмитентом и инвестором, использует инструменты рынка ценных бумаг для проведения макроэкономической политики.

Государственное регулирование рынка ценных бумаг осуществляется в виде прямого вмешательства в его функционирование, а также в виде мер по косвенному воздействию на рынок через денежно-кредитную политику Центрального банка. Центральный Банк, используя политику открытого рынка, продает или покупает на фондовом рынке государственные ценные бумаги.

В Российской Федерации к органам государственного регулирования рынка ценных бумаг относятся: Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР), Министерство Финансов РФ, Центральный Банк РФ, Комитет по управлению государственным имуществом РФ, Антимонопольный комитет РФ, министерство по налогам и сборам.

В результате реформирования системы органов исполнительной власти Указом Президента РФ №314 от 9 марта 2004 г. была упразднена Федеральная комиссия по ценным бумагам (ФКЦБ России), а ее функции переданы Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР). Новый федеральный орган исполнительной власти на финансовых рынках унаследовал полномочия, которыми обладал его предшественник – ФКЦБ России.

**2. Оценка современных тенденций развития фондового рынка России**

**2.1 Анализ современного состояния российского рынка акций**

Объем размещения акций на внутренних рынках с привлечением нового капитала вырос в 2004 году более чем в 20 раз по сравнению с 2003 годом. Сравнение динамики размещения акций и корпоративных облигаций на внутреннем рынке страны характеризуют данные рис. 1.

Рис. 1. Объем размещений ценных бумаг на внутреннем рынке, млн. руб.

Результаты анализа биржевого рынка акций представлены в таблице 1, из которой следует, что в 2004 году суммарный оборот на биржевом рынке акций вырос на 205% (до 696 млрд. руб.).

За исследуемые три года почти в 4 раза возросла активность участников рынка акций. Данные таблицы 1 показывают, что всего в 2004 году было заключено 633,7 тыс. сделок, а в 2002 году только 158,5 тыс. сделок.

В 2004 году на биржевом рынке акций выставлялись котировки и совершались сделки по 130 ценным бумагам, тогда как в 2002 году по 28 ценным бумагам. На сегодняшний день на рынке обращаются 247 наименований ценных бумаг.

Таблица 1. Динамика биржевого рынка акций[[14]](#footnote-14)

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Период | Безадресные сделки | Адресные сделки, в том числе сделки РЕПО | Общий объемрынка |
| Объемторгов,млн. руб. | Числосделок | Объемторгов,млн. руб. | Числосделок | Объемторгов,млн. руб. | Число сделок |
| 2002 | 45772,0 | 157328 | 9588,0 | 1124 | 55360,0 | 158452 |
| 2003 | 146661,0 | 317309 | 81375,0 | 10574 | 228036,0 | 327883 |
| 2004 | 433531,0 | 612655 | 262519,0 | 21103 | 696050,0 | 633758 |

За последние пять лет индекс ММВБ вырос более чем в 11 раз, а индекс РТС – примерно в 10 раз, значительно превысив темпы роста инфляции, о чем свидетельствуют данные таблицы 2.

Таблица 2. Доходность российских акций в 2000–2004 гг., %

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Компания | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
| Индекс ММВБ | -5 | 65 | 34 | 61 | 7 |
| Индекс РТС | -18 | 81 | 38 | 58 | 8 |
| Инфляция | 20 | 19 | 15 | 12 | 12 |
| Газпром | 20 | 91 | 54 | 57 | 102 |
| ЛУКОЙЛ | -26 | 42 | 33 | 39 | 24 |
| Сургутнефтегаз | -36 | 60 | 8 | 68 | 22 |
| Татнефть | 4 | 58 | 59 | 32 | 28 |
| Сибнефть | 2 | 166 | 224 | 18 | -9 |
| ЕЭC России | -10 | 109 | -13 | 99 | -3 |
| Мосэнерго | -43 | 85 | -20 | 97 | 110 |
| Ростелеком | -51 | 11 | 38 | 58 | -16 |
| ГМК Норильскийникель» | 40 | 141 | 26 | 196 | -19 |
| Сбербанк | -31 | 217 | 175 | 25 | 80 |

Индексы рынка акций в 2004 году продемонстрировали относительно низкую (в сравнении с 2001–2003 гг.) динамику. Индекс РТС увеличился по сравнению с концом 2003 года на 8,3%, индекс ММВБ – на 7,3%. Вместе с тем, национальная капитализация рынка акций увеличилась на 18,3% в рублевом выражении (в долларовом выражении – на 25,5%).

Несмотря на то, что в 2004 году рост цен на российском рынке акций продолжился, темпы прироста цен оказались существенно меньшими, чем в предыдущие три года, и ниже, чем уровень инфляции. Если же посмотреть на отраслевые индексы, то можно увидеть, что в разное время инвесторами отдавалось предпочтение разным отраслям, и здесь можно выделить отрасли-лидеры и отрасли-аутсайдеры (см. рис. 2).

Данные рисунка 2 свидетельствуют о том, что среди основных отраслей наибольший подъем продемонстрировали телекоммуникации – рост на 28,4%, в основном из-за роста цен акций МТС на 70,8%. Индекс акций региональной энергетики повысился на 26,3%. Нефтегазовый индекс увеличился на 15,9%, примерно так же, как и электроэнергетический (16%). В основном, колебания нефтегазового индекса совпадали с колебаниями рынка, что неудивительно, так как именно нефтегазовый сектор является ключевым для рынка. Капитализация нефтегазового сектора рынка за последние три года возросла на 1588 млрд. рублей (см. табл. 3).

Рис. 2. Динамика отраслевых индексов на российском рынке акций

Таблица 3.Динамика рыночных характеристик акцийнефтегазового сектора экономики России[[15]](#footnote-15)

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Показатель | 2002 | 2003 | 2004 |
| Капитализация отрасли на конец года, млрд. руб. | 2524,00 | 3558,00 | 4112,00 |
| Изменение нефтегазового индекса АК&М за год, % | 64,40 | 32,80 | 15,90 |
| Изменение индекса ММВБ за год, % | 34,20 | 61,40 | 14,60 |
| Объем торгов акциями отрасли за год, млрд. руб.,в т.ч.: | 289,18 | 683,20 | 2548,00 |
| на ММВБ | 177,42 | 493,27 | 733,00 |
| в РТС | 111,77 | 189,93 | 675,00 |
| Среднедневной оборот акций отрасли, млн. руб. | 1156,74 | 2732,78 | 10150,00 |

Объем торгов акциями нефтегазовой отрасли за три года увеличился в 8,8 раз. Опережающий рост объемов торговли акциями по сравнению с капитализацией рынка свидетельствует о повышении ликвидности нефтегазового рынка акций. Хотя нефтегазовый индекс ММВБ за последние два года существенно снизился, динамика индекса, в основном определялась ходом развития дела ЮКОСа. Постоянное позитивное воздействие на цены акций оказывали рекордно высокие цены на нефть. Впрочем, положительное влияние высоких цен на нефть было заметно снижено существенным ростом налоговой нагрузки на отрасль.

Рассматривая электроэнергетическую отрасль, следует отметить, что капитализация отрасли за последние три года увеличилась на 409 млрд. руб., а объем торгов акциями отрасли вырос на 729,03 млрд. руб. (см. табл. 4).

Таблица 4. Динамика рыночных характеристик акций электроэнергетики[[16]](#footnote-16)

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Показатель | 2002 | 2003 | 2004 |
| Капитализация отрасли на конец года, млрд. руб. | 280,00 | 562,00 | 689,00 |
| Изменение индекса АК&М за год, % | -11,00 | 101,50 | 16,00 |
| Объем торгов акциями отрасли за год, млрд. руб.,в т.ч.: | 664,97 | 1226,13 | 1394,00 |
| на ММВБ | 618,84 | 1178,62 | 1233,00 |
| в РТС | 46,13 | 47,52 | 47,00 |
| Среднедневной оборот акций отрасли, млн. руб. | 2659,90 | 4904,52 | 5552,00 |

За последние два года котировки акции компаний электроэнергетики находились под непрекращающимся влиянием информации о деталях продвижения реформы в отрасли. Спрос инвесторов на электроэнергетические активы изначально определялся желанием стратегических инвесторов получить монополистические выгоды, возникающие при управлении энергетическими активами и стремлении минимизировать риски, связанные с неопределенностью реформы электроэнергетики. Спекулятивно-настроенные инвесторы обеспечивали высокую волатильность котировок акций, тогда как общий фактор неопределенности препятствовал существенному росту стоимости наиболее ликвидных бумаг отрасли. Существенный вклад в рост отраслевого индекса внесла скупка Газпромом акций Мосэнерго, которые с начала 2004 года выросли на 110%. В результате скупки, акции Мосэнерго стали лидерами роста стоимости среди blue chips. Акции РАО ЕЭС за этот же практически не претерпели изменения котировок, снизившись на 4%.

Наилучшие показатели доходности были получены по менее ликвидным ценным бумагам. Так, в частности, отметим акции ГЭС, которые по итогам года показали отличные результаты. Стоимость обыкновенной акции Жигулевской ГЭС выросла на 240%, Волжской ГЭС – на 185%, Боткинской ГЭС – на 188%.

Хуже других выглядит металлургическая отрасль, но и здесь есть свои нюансы. Так, основную долю в отраслевом индексе занимают акции Норильского Никеля (от 60 до 80 процентов), и, соответственно, их падение определило и общую динамику всего индекса.

Таким образом, если очистить рынок от отрицательных составляющих акций отдельных эмитентов, несложно заметить, что российский фондовый рынок за исследуемый период показал весьма неплохие результаты.

Говоря о доходности рынка акций следует учитывать сопутствующие риски. Отметим, что за последние 5 лет один из основных показателей риска российского рынка акций – волатильность акций, постоянно снижался (см. табл. 5). Волатильность зарубежного фондового рынка показана в приложении 3.

Таблица 5. Волатильность российского рынка акций в 2000–2004 гг., %[[17]](#footnote-17)

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Компания | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | за 5 лет |
| Индекс ММВБ | 3,0 | 2,1 | 1,7 | 1,9 | 2,2 | 2,6 |
| Индекс РТС | 3,2 | 2,3 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 2,7 |
| Газпром | 4,0 | 2,4 | 2,7 | 2,2 | 2,5 | 3,1 |
| ЛУКОЙЛ | 3,7 | 2,9 | 2,4 | 2,1 | 2,4 | 3,1 |
| ЮКОС | - | 2,2 | 2,5 | 3,0 | 8,0 | - |
| Сургутнефтегаз | 4,1 | 3,2 | 3,1 | 3,3 | 2,4 | 3,7 |
| Татнефть | 4,9 | 2,6 | 2,5 | 2,4 | 2,4 | 3,8 |
| Сибнефть | 4,8 | 3,8 | 3,3 | 3,1 | 2,7 | 3,9 |
| ЕЭС России | 5,1 | 3,4 | 3,1 | 3,0 | 2,7 | 4,0 |
| Мосэнерго | 4,4 | 3,2 | 2,6 | 3,2 | 6,9 | 3,8 |
| Ростелеком | 5,4 | 3,6 | 3,0 | 2,6 | 2,2 | 4,1 |
| ГМК «Норильский никель» | 4,7 | 3,3 | 2,4 | 2,5 | 3,0 | 4,1 |
| Сбербанк | 4,4 | 2,8 | 2,5 | 1,9 | 2,2 | 4,1 |

Из таблицы 5 видно, что за последние пять лет волатильность индексов ММВБ и РТС снизилась почти в 2 раза. Отметим, что в 2003 году снижение значения этого показателя приостановилось, а в 2004 году волатильность российских акций, в целом, была чуть выше уровня 2003 года, в основном, из-за ЮКОСа (8%) и Мосэнерго (6,9%), но заметно ниже, чем в 2000 году.

Как известно, эффективный рынок – это рынок, в ценах которого находит отражение вся информация, касающаяся оцениваемых активов. Эффективность рынка может иметь слабую, сильную и среднюю формы.

Средняя степень эффективности на российском рынке акций тестировалась с помощью дисперсионного и событийного анализа. Для проведения дисперсионного анализа был рассчитан коэффициент Шарпа по трем портфелям, в один из которых входили только акции энергетических компаний, во второй – акции нефтедобывающих предприятий, а в третий – только акции компаний связи. Как известно, коэффициент Шарпа показывает «цену риска» и на эффективном рынке должен быть одинаков для всех секторов экономики, поскольку ни один сектор не должен предлагать инвестору долгосрочной аномальной доходности. Результаты расчетов представлены в таблице 6.

Анализ выявил дифференциацию удельных величин премии за риск для рассмотренных отраслевых портфелей, сохраняющуюся на всем временном горизонте, охваченном исследованием. Последние два года наибольшую премию на единицу сопоставимого и принимаемого инвестором риска обеспечивали акции электроэнергетики. Результаты многочисленных тестов на равенство групповых средних величин свидетельствуют об их существенных различиях для разных секторов экономики. Таким образом, выполненный дисперсионный анализ избыточных доходностей отраслевых портфелей фондовых активов выявил сохраняющуюся ассиметрию в распределении аномальных доходов, что также является свидетельством низкой степени эффективности российского рынка акций.

Таблица 6. Динамика коэффициента Шарпа по среднедневным показателям доходности и волатильности отраслевых портфелей РФ[[18]](#footnote-18)

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Отрасль | Показатель | 2000 г. | 2001 г. | 2002 г. | 2003 г. | 2004 г. |
|  | r f, % | 0,0168 | 0,0167 | 0,0169 | 0,0169 | 0,0168 |
| Энергетика | r р, % | – 0,3500 | 0,0030 | – 0,2381 | 0,1052 | 0,0752 |
|  | σ р | 0,0470 | 0,0498 | 0,0292 | 0,0409 | 0,0271 |
|  | RSharpe | – 7,7970 | – 0,2760 | – 8,7190 | 2,1580 | 2,1550 |
| Нефтегазодобыча | r р, % | – 0,3561 | – 0,0650 | – 0,0416 | 0,0244 | 0,0327 |
|  | σ р | 0,0468 | 0,0498 | 0,0354 | 0,0275 | 0,0219 |
|  | RSharpe | – 7,9730 | – 1,6420 | – 1,6520 | 0,2750 | 0,7240 |
| Связь | r р, % | – 0,2234 | – 0,2544 | – 0,1152 | 0,0354 | 0,0061 |
|  | σ р | 0,0299 | 0,0343 | 0,0343 | 0,0276 | 0,0143 |
|  | RSharpe | – 8,0380 | – 7,9050 | – 4,0930 | 0,6700 | – 0,7520 |

Проводя анализ за последние пять лет можно сделать вывод о том, что рынок акций РФ достаточно значимо реагировал на крупнейшие слияния и поглощения: цены акций возрастали после сделок в 1,5 раза, однако происходило это не сразу после их обнародования, а в течение не менее одного квартала.

Опережающий рост объемов торговли акциями по сравнению с капитализацией рынка свидетельствует о повышении ликвидности рынка акций. Однако по уровню ликвидности российский рынок акций сильно уступает не только большинству развитых рынков, но некоторым развивающимся рынкам (тайваньскому, корейскому, турецкому и таиландскому).

**2.2 Анализ основных сегментов российского рынка облигаций**

**2.2.1 Анализ рынка государственных и муниципальных облигаций**

В настоящее время российский рынок облигаций продолжает развиваться достаточно быстрыми темпами, годовой прирост во многих сегментах рынка достигает 50%. Информация по основным сегментам российского рынка облигаций представлена в приложении 1. Такое динамичное развитие рынка облигаций наблюдается уже несколько лет подряд. Однако при более тщательном рассмотрении оказывается, что во многом стремительный рост рынка является только количественным, а качественных сдвигов к лучшему не происходит. В дипломной работе предпринята попытка более детально разобраться с состоянием дел на российском рынке облигаций.

Далее рассмотрим положение дел в каждом из сегментов рынка облигаций более детально.

2004–2005 гг. характеризуются увеличением внутреннего рынка государственных облигаций. Его объем вырос с 315 млрд. до 492 млрд. руб., то есть на 56%. Это соответствует стратегии государства на выравнивание внутреннего и внешнего долга (в долгосрочной перспективе – до пропорции 50/50).

Согласно Федерального Закона «О федеральном бюджете на 2005 г.» чистый объем размещений (размещения минус погашения) на рынке государственных бумаг составляют 125 млрд. руб. Это означает, что к концу 2005 г. рынок государственных бумаг приблизится к 630 млрд. руб.

У финансовых властей РФ не возникнет каких-либо проблем с размещением. Но необходимо отметить, что по мировым стандартам объем внутреннего рынка государственных бумаг в России остается крайне низким. Действительно, в масштабах ВВП внутренний рынок госбумаг сейчас составляет примерно 3,2% – это на порядок ниже, чем в большинстве других стран, включая даже страны Восточной Европы. И рост объема рынка до 630 млрд. руб. полностью не исправит это положение.

Проблемы рынка государственных бумаг до сих пор во многом остаются нерешенными: узок круг инвесторов и, как следствие, низка ликвидность. Сведения о вложениях крупнейших российских банков в государственные ценные бумаги приведены в таблице 7.

Таблица 7. Вложения крупнейших российских банков в государственные ценные бумаги по состоянию на 1.10.05 г.[[19]](#footnote-19)

|  |  |
| --- | --- |
| Банк | Сумма вложений, млрд. руб. |
| Сбербанк России | 342,861 |
| Внешэкономбанк | 23,452 |
| Внешторгбанк | 19,769 |
| Ситибанк | 9,981 |
| Банк Москвы | 8,031 |
| Международный Московский Банк | 6,978 |
| НОМОС-Банк | 4,08 |
| Сургутнефтегазбанк | 3,842 |
| Еврофинанс Моснарбанк | 3,707 |
| Национальный Резервный Банк | 2,737 |

Данные таблицы 7 свидетельствуют о том, что на текущий момент основными игроками на рынке государственных облигаций являются два государственных банка: Сбербанк и Внешторгбанк, а также Внешэкономбанк – государственная управляющая компания по пенсионным средствам. На долю этих трех государственных структур приходится около 386 млрд. руб. (около 84%). Сумма вложений 10 крупнейших инвесторов составит 425 млрд. руб., или 93% объема рынка. Доминирование на рынке государственных инвесторов делает уровень ставок чрезмерно низким. При такой структуре инвесторов вряд ли можно удивляться существующему низкому уровню ликвидности на рынке государственных бумаг. Вторичный оборот по рынку государственных облигаций значительно уступает обороту и корпоративных, и муниципальных облигаций.

Низкий уровень ставок на рынке госбумаг и низкая ликвидность приводят к тому, что рынок государственных ценных бумаг в России не играет роль benchmark для облигаций других заемщиков. Эту роль, по мнению участников рынка, сегодня выполняют облигации Москвы.

На наш взгляд, несмотря на планируемый рост рынка госбумаг в 2006 г., проблема увеличения круга инвесторов останется нерешенной. В Минфине эту проблему осознают и планируют в 2006 г. размещать так называемые эталонные выпуски, по которым предусмотрено ограничение на долю вложений со стороны одного инвестора. Однако успех такого подхода далеко не очевиден – негосударственные инвесторы будут требовать более высокого уровня доходности, в результате чего справедливая ставка доходности по эталонным выпускам может быть выше, чем по «обычным». Такое положение приведет к разделению рынка на два сегмента, и пока трудно сказать, позволит ли это существенно изменить ситуацию с ликвидностью.

Рынок субфедеральных и муниципальных облигаций также демонстрировал в 2004 г. высокие темпы роста. Его объем за 2004 г. вырос с 83 млрд. до 121 млрд. руб.

Однако из общего роста рынка на 38 млрд. руб. 28 млрд. руб. пришлось на Москву, и еще 7,7 млрд. руб. – на Московскую область. Таким образом, на остальных эмитентов приходится очень малая часть прироста рынка.

В 2005 г. рынок региональных облигаций продолжил свой рост, но более медленными темпами, чем в 2004 г. Это связан с тем, что главный участник рынка – Москва уменьшила объемы привлечения на рынке, и нетто-объем привлечений в 2005 г. составляет всего порядка 10 млрд. руб. Таким образом, общий объем рынка облигаций Москвы к концу 2005 года составляет 70–75 млрд. руб. против 63 млрд. руб. к концу 2004 года.

На 2005 г. нетто-заимствования Санкт-Петербурга на рынке облигаций составляют 3,5 млрд. руб. Второе место по объемам рынка облигаций у Питера уже перехватила Московская область. Это связано с тем, что в 2005 году дефицит бюджета области запланирован на уровне 7 млрд. рублей.

Что касается других регионов, то объем их нетто-заимствований в 2005 году существенно не превышает показатели 2004 г. и составляет 20–25 млрд. руб. В результате итоговый рост рынка муниципальных облигаций в 2005 г. составляет 40–45 млрд. руб., и к концу 2005 г. достигает 170–180 млрд. руб.

**2.2.2 Динамика в развитии рынка корпоративных облигаций**

В развитых странах мира совокупная стоимость (капитализация) корпоративных облигаций в обращении составляет, как правило, от 20–30 до 60–65% от общего объема капитализации фондового рынка, что свидетельствует о важной роли облигаций как альтернативного источника инвестиций.

В одних странах рынок корпоративного долга развит слабее (например, в государствах континентальной Европы, где экономика финансируется за счет кредитных ресурсов банковского сектора), в других является ключевым поставщиком заемных средств в реальный сектор (в англосаксонских странах и некоторых государствах Юго-Восточной Азии).

Дальше всех в развитии облигационных займов продвинулись США. По некоторым оценкам, до 80% заемных средств корпорации получают с фондового рынка. Совокупная капитализация американского рынка корпоративных долгов (с учетом займов банков и компаний финансового сектора) составляет примерно 3,5 трлн. долл. (тогда как капитализация фондового рынка США – свыше 11 трлн. долл.). Основными эмитентами корпоративных облигаций выступают компании, традиционно широко использующие финансовый рычаг. Помимо финансовых компаний и банков, эмитентами являются компании коммунального сектора (связь, энергетика), транспортные и капиталоемкие индустриальные производства.

По состоянию на начало 2005 г. общемировой объем корпоративных облигаций в обращении составлял свыше 5,2 трлн. долл., причем на долю США приходилась половина всей облигационной массы (см. табл. 8).

Таблица 8. Динамика объемов корпоративных облигаций в обращении, млрд. долл.[[20]](#footnote-20)

|  |  |
| --- | --- |
| Страна | Год |
| 2003 | 2004 | 10 мес. 2005 |
| США | 2422,6 | 2489,7 | 2578,9 |
| Япония | 683 | 769,7 | 726,7 |
| Великобритания | 289,9 | 382 | 419 |
| Франция | 175,7 | 236,2 | 235,6 |
| Италия | 125,6 | 192,1 | 214,5 |
| Южная Корея | 164 | 167,6 | 150,2 |
| Испания | 64,5 | 114,5 | 145,3 |
| Германия | 58,7 | 108,9 | 116,9 |
| Австралия | 57,1 | 87,4 | 90,4 |
| Канада | 69,5 | 88,3 | 91,1 |
| Нидерланды | 58,2 | 65,2 | 57 |
| Малайзия | 38,7 | 44,9 | 45 |
| Ирландия | 14,3 | 33,1 | 42,6 |
| Бельгия | 25,5 | 36,7 | 38,7 |
| Швейцария | 27,3 | 28,2 | 28,4 |
| Швеция | 22,4 | 24,1 | 26 |
| Дания | 15,6 | 19,5 | 19,2 |
| Таиланд | 15,3 | 19,3 | 18,4 |
| Португалия | 15,7 | 17,1 | 17,6 |
| Мексика | 9,3 | 12,8 | 16,3 |
| Австрия | 9 | 15,1 | 15,8 |
| Китай | 12,2 | 12,2 | 12,2 |
| Южная Африка | 7,7 | 11 | 11,8 |
| Финляндия | 8,2 | 10,5 | 10,1 |
| Аргентина | 8,7 | 8,6 | 8,6 |
| Россия | 4,7 | 5,9 | 7,9 |
| Норвегия | 6,4 | 7,1 | 6,2 |
| Гонконг | 7,1 | 6,4 | 5,3 |
| Сингапур | 4,4 | 5,3 | 5,3 |
| Чехия | 3,2 | 3,4 | 3,7 |
| Индонезия | 1,4 | 3,1 | 3,5 |
| Бразилия | 1,7 | 2,7 | 3,4 |
| Индия | 1,9 | 1,9 | 2,5 |
| Всего | 4424,8 | 5030,55 | 5173,9 |

Российский рынок корпоративных облигаций существует менее 6 лет, тогда как соответствующие западные рынки имеют вековую историю. Однако даже за этот короткий период отечественный рынок проделал путь от весьма узкой и низколиквидной площадки до структуры, способной достаточно успешно удовлетворять потребности российских предприятий в капитале.

За относительно короткую историю отечественного рынка корпоративных облигаций на нем были размещены займы более чем 200 эмитентов на общую сумму до 12 млрд. долл. (350 млрд. руб.); только в 2004 г. объем новых размещений составил около 4,9 млрд. долл. (140 млрд. руб.), что почти на 80% выше уровня 2003 г.

Рынок корпоративных облигаций приобретает все большее значение как источник инвестиционных ресурсов. Если в 2001–2002 гг. соотношение между объемом эмиссии корпоративных облигаций и суммарным объемом инвестиций в основной капитал не превышало 1–3%, то в 2003 г. оно приблизилось к 4%, а по итогам 2004 г. это соотношение составило 5–6%.

Однако, несмотря на очевидные успехи, масштабы российского рынка корпоративных облигаций по сравнению с рынками развитых стран выглядят достаточно скромно. Так, ведущие европейские страны и Япония в 30–50 раз опережают Россию по объему корпоративных облигаций в обращении. Отечественный рынок можно пока сопоставить лишь с рынками развивающихся стран, таких как Аргентина, Бразилия, Индия, и с рынками стран Восточной Европы, в том числе Чехии и Венгрии.

По своим относительным параметрам (по сравнению с масштабами экономики) российский рынок корпоративных облигаций заметно уступает развитым странам. Несмотря на определенный прогресс, наблюдавшийся в последние годы, для достижения уровня европейских стран и США России требуется кратное увеличение масштабов внутреннего долгового рынка.

Одной из важнейших тенденций в развитии облигационного рынка российских эмитентов является перераспределение объемов эмиссий в пользу внешнего сектора – рынка еврооблигаций. Если в первые 3 года после августовского кризиса объемы выпуска еврозаймов отечественными компаниями были крайне незначительными (суммарный объем эмиссии за 1999–2001 гг. составил около 750 млн. долл.) и в несколько раз уступали аналогичному показателю внутреннего рынка, то начиная с 2002 г. ситуация резко изменилась (см. табл. 9).

К 2004 г. доля внешних займов достигла почти 70%. 2005 г. подтвердил эту тенденцию: за I квартал суммарный объем размещений еврозаймов составил более 3 млрд. долл. (свыше 83 млрд. руб.), в то время как на внутреннем рынке объем новых эмиссий оказался почти в 4 раза меньше (около 23 млрд. руб.).

Столь же значительно различаются и размеры среднего заимствования на внутреннем и внешнем рынках. Если по итогам 2004 года средний размер эмиссии еврооблигаций составил около 300 млн. долл., то для внутреннего рынка аналогичный показатель за тот же период не превышает 65 млн. долл.

Таблица 9. Сравнительный анализ рынка еврооблигаций и рынка облигаций (номинированных в рублях) российских корпораций[[21]](#footnote-21)

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Год | Рынок корпоративныхоблигаций, номинированныхв рублях | Рынок еврооблигацийроссийских эмитентов |
| Объем эмиссий, млрд. долл. | Максимальный срок,лет | Объем эмиссий, млрд. долл. | Максимальный срок, лет |
| 1997 | 0 | 0 | 2,0 | 6 |
| 1998 | 0 | 0 | 0,4 | 3 |
| 1999 | 0,4 | 5 | 0 | 0 |
| 2000 | 1,1 | 5 | 0,1 | 3 |
| 2001 | 0,8 | 8 | 0,6 | 5 |
| 2002 | 1,5 | 10 | 4,4 | 7 |
| 2003 | 2,6 | 6 | 8,0 | 10 |
| 2004 | 4,9 | 6 | 10,6 | 30 |

Инфраструктура российского рынка корпоративных облигаций отличается от инфраструктуры зарубежных облигационных рынков прежде всего наличием значительного биржевого сегмента. Если в подавляющем большинстве стран Западной Европы, США и Японии рынок корпоративных облигаций сосредоточен во внебиржевом секторе, то в России, наоборот, большая часть рыночного оборота приходится на биржевые площадки (см. табл. 10).

Такое положение объясняется историческими причинами развития отечественного фондового рынка.

Во-первых, в период 1993–1998 гг. на ММВБ была создана и отлажена централизованная инфраструктура рынка гособлигаций, обеспечивающая размещение, вторичную торговлю и погашение займов. Инвесторы, работающие с госбумагами, привыкли к этой инфраструктуре и были готовы продолжать в ней работать и после августовского кризиса, в том числе и с новыми инструментами. Отметим, что само появление корпоративных займов частично было обусловлено коллапсом рынка государственных ценных бумаг: при отсутствии традиционной точки приложения капитала инвесторы искали любую возможность для размещения активов.

Во-вторых, в период 1999–2001 гг. в условиях постепенно восстанавливающейся ликвидности финансовых институтов и сохраняющегося при этом недоверия между контрагентами именно биржевая инфраструктура с ее гарантиями исполнения обязательств оказалась востребованной участниками рынка.

Таблица 10. Структура оборота биржевого и внебиржевого рынков, млн. руб.[[22]](#footnote-22)

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| ГОД | Общий оборот | Внебиржевойоборот | Биржевойоборот | ММВБ |
| Общий оборот | Вторичныеторги | Операции РЕПО | Размещения |
| 2003 | 539,3 | 236,0 | 303,3 | 379,6 | 250,4 | 50,8 | 78,4 |
| 2004 | 947,6 | 368,1 | 579,5 | 715,5 | 423,2 | 151,9 | 140,4 |

За рубежом ситуация была принципиально иная. В большинстве развитых стран сектор корпоративных облигаций возник из рынка векселей и межбанковских кредитов, то есть из крупнооптового рынка небольшого числа участников и высокого номинала бумаг. Кроме того, по мере развития облигационного рынка существенным фактором, сдерживающим его перевод на биржевой сегмент, стала низкая стандартизация выпусков. Например, по сравнению с акциями, облигации представляют собой гораздо более сложный финансовый инструмент в силу наличия разнообразных моделей купонных выплат, дифференцированных механизмов погашения и конвертации, индексаций, дефолтных оговорок и др.

Современные биржи за рубежом выполняют в сфере облигаций главным образом представительские функции: нормы, устанавливаемые государством для инвестиционных операций институциональных инвесторов, запрещают многим из них приобретать облигации, которые не котируются на какой-либо из фондовых бирж.

Следует, впрочем, отметить, что листинг на ведущих биржах – достаточно дорогостоящая услуга (в ряде случаев измеряющаяся сотнями тысяч долларов), поэтому к ней прибегают в основном крупные эмитенты. Компании среднего бизнеса предпочитают проходить листинг либо на национальных площадках (если это компании из развивающихся стран), либо на биржах с упрощенной процедурой листинга (например, на Люксембургской бирже).

Тем не менее, поскольку сегодня трудно найти эмитента, не рассчитывающего на покупку своих облигаций институциональными инвесторами, абсолютное большинство эмитентов обращается на биржу с просьбой принять облигации к котировке. Одна из основных причин того, почему сделки с облигациями совершаются главным образом во внебиржевом обороте, заключается в том, что динамика рыночных цен долговых бумаг более предсказуема и менее подвержена сильным и внезапным колебаниям, чем акций.

Для торговли облигациями не требуется учитывать такие основные свойства биржи, как концентрация спроса и предложения и переработка большого потока сделок, поскольку:

– задачу установления рыночной цены облигаций могут брать на себя дилеры, достаточно хорошо представляющие себе соотношение спроса и предложения и владеющие крупными пакетами облигаций;

– темп торговли облигациями значительно ниже, чем акциями, поскольку многие инвесторы склонны рассматривать корпоративные облигации не как спекулятивный инструментов, а как средство накопления. В результате многие участники рынка держат свои облигационные портфели вплоть до погашения соответствующих выпусков.

В целом анализ достоинств и преимуществ биржевой и внебиржевой торговли показывает, что размещение облигаций и вторичные торги, а также корпоративные действия (выкуп, доразмещение, погашение) на биржевом рынке, как правило, обходятся участникам торгов дороже, однако данный рынок отличается существенно меньшими рисками.

Одним из преимуществ внебиржевой торговли является отсутствие ограничений на параметры сделок со стороны торговых систем (имеется в виду отсутствие ценовых ограничений, требований к срокам поставки / расчетов и целого ряда дополнительных условий), а также возможность совершить сделку с теми видами ценных бумаг, которые часто бывают не допущены к торгам на фондовых биржах либо по которым не удается найти контрагента на биржевом рынке.

В России в посткризисный период гибкость в расчетах не рассматривалась как решающее преимущество. Минимизация системных рисков – исполнения и поставки – была главенствующим фактором и компенсировала большую гибкость внебиржевого рынка.

Несмотря на то, что в последующие годы системные риски существенно снизились, биржевой сегмент продолжает удерживать свои позиции, и в 2004 г. его развитие проходило более высокими темпами, чем рост внебиржевого сектора.

Следует отметить, что, поскольку в России практически не развит институт корпоративных кредитных рейтингов, роль таких рейтинговых оценок выполняет институт биржевого листинга, достаточно высокие требования которого являются своего рода мерилом кредитоспособности и надежности компании. В частности, как показывают расчеты, выпуски, имеющие более высокий листинг, как правило, пользуются повышенным доверием инвесторов и характеризуются более низкой доходностью (см. табл. 11).

Совокупный объем торгов (биржевой и внебиржевой оборот) на рынке корпоративных облигаций в 2004 г. составил 37,4 млрд. долл., из которых 24,6 млрд. долл. пришлись на ММВБ. Таким образом, ММВБ обеспечивает почти 2/3 оборота в секторе корпоративных облигаций.

Таблица 11. Средняя доходность по группам ценных бумаг, входящим в котировальные листы ФБ ММВБ[[23]](#footnote-23)

|  |  |
| --- | --- |
| Котировальный лист | Средняя доходность, % годовых |
| «А» первого уровня | 7,45 |
| «А» второго уровня | 8,33 |
| «Б» | 8,91 |

В 2004 г. объем торгов на рынке корпоративных облигаций ММВБ составил 715,5 млрд. руб. (см. табл. 10) с учетом операций РЕПО, новых размещений, режима переговорных сделок, что на 88,5% превышает показатель 2003 г. и более чем в 14 раз превосходит показатель 2000 г. Объем торгов на вторичном рынке вырос на 70%, составив 423,2 млрд. руб. Среднедневной объем торгов вырос с 1 млрд. руб. в 2003 г. до 1,7 млрд. руб. в 2004 г. В течение года на фондовый рынок с предложением собственных ценных бумаг вышли более 80 компаний, а объем новых размещений по сравнению с 2003 г. увеличился почти на 80% и достиг 140,4 млрд. руб.

Однако наиболее значительный рост в 2004 г. наблюдался по сделкам РЕПО, объем которых увеличился в 3 раза, составив 151,9 млрд. руб. Это говорит об активном использовании таких сделок участниками рынка для оперативного управления своей ликвидностью, что стало особенно актуальным в период кризиса доверия в банковской системе.

С целью повышения гибкости рынка на ММВБ введен принципиально новый механизм торгов акциями и региональными облигациями – режим переговорных сделок (РПС). Основными преимуществами РПС перед обычным режимом торгов является возможность выбора конкретного контрагента по сделке, а также моделирование параметров сделки, в частности свободный выбор срока исполнения. Кроме того, РПС позволяет отказаться от предварительного резервирования денежных средств и ценных бумаг накануне торгов. Важно, что при расчетах и по основной схеме, и в РПС по-прежнему сохраняется принцип «поставки против платежа», что позволяет участникам торгов избежать риска неплатежа. Параллельное использование РПС и основного режима способствует расширению круга активно торгуемых ценных бумаг и, в конечном счете, повышает ликвидность рынка за счет увеличения объема операций и роста числа участников торговли.

Таблица 12. Доля ММВБ в объеме торгов корпоративными облигациями РФ в 2004 г.[[24]](#footnote-24)

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Площадка | Объем, млрд. долл. | Доля, % |
| ММВБ | 24,60 | 65,7 |
| RTS Bonds | 0,01 | 0,1 |
| СПВБ | 0,14 | 0,4 |
| Внебиржевой рынок | 12,66 | 33,8 |
| Рынок корпоративных облигаций в целом | 37,41 | 100 |

В 2004–2005 гг. развитие рынка корпоративных облигаций характеризовалось резким замедлением темпов снижения процентных ставок.

Если в начале 2004 г. по ликвидным облигациям данный показатель составлял 9–12% годовых, то в 2005 г. доходность бумаг уменьшилась до 7–10% годовых, то есть чуть больше чем на 2 п. п.

В течение 2004–2005 гг. произошли значительные изменения и в общей структуре рынка, о чем свидетельствуют данные таблицы 13.

Таблица 13. Удельный вес корпоративных облигаций по размеру займа [[25]](#footnote-25)

|  |  |
| --- | --- |
| Размер займа | Доля, % |
| 2004 г. | 2005 г. |
| Мелкий(до 1 млрд. руб.) | 28,2 | 15,8 |
| Средний(1–3 млрд. руб.) | 33,0 | 37,2 |
| Крупный(3 млрд. руб. и более) | 38,8 | 47,0 |

Из таблицы 13 видно, что за анализируемый период существенно выросла доля крупных займов в общем объеме торгуемых ценных бумаг. Если в 2004 г. доля мелких займов (менее 1 млрд. руб. по номиналу) достигала 28,2%, то спустя год этот показатель снизился до 15,8%. За указанный период доля средних займов (1–3 млрд. руб.) изменилась незначительно, а доля крупных заимствований (3 млрд. руб. и более) достигла почти половины от суммарного объема рынка.

В целом анализ структурных изменений на рынке корпоративных облигаций свидетельствует о формировании рынка облигаций со сравнительно длительными сроками до погашения (около 4 лет) и более низкой доходностью. Этот рынок называют кластером «голубых фишек», который продемонстрировал в 2004 г. повышенные темпы роста с точки зрения и объемных показателей, и увеличения цен Доходность по этим выпускам снизилась более чем на 1,5 п. п., а их число увеличилось почти в 2 раза, что подтверждают данные таблицы 14.

Среди корпораций, чьи облигации, следует отнести к «голубым фишкам», можно отметить РАО «РЖД», создавшее прецедент одномоментного размещения сразу трех 4-миллиардных займов, ОАО «Газпром», сделавшее первое в истории рынка 10-миллиардное размещение, и ОАО «Центральная телекоммуникационная компания», разместившее 7-миллиардный заем.

В отличие от «голубых фишек», на рынке мелких займов (менее 1 млрд. руб.) в анализируемом периоде практически не произошло никаких количественных изменений (число займов почти не изменилось, а их характеристики – доходность и срок – остались на уровне 2004 г.).

Наметившуюся тенденцию к расслоению рынка подтверждает и анализ соотношения доходность-срок. В данном случае можно выделить 5 достаточно крупных подгрупп ценных бумаг, из которых 1–3-я подгруппы относятся к классу «голубых фишек», 4-я – к классу «средних» выпусков, а 5-я – к классу мелких займов (так называемых Junk Bonds – «мусорных облигаций»).

Таблица 14. Структура рынка корпоративных облигаций по размеру займа [[26]](#footnote-26)

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Размер займа | 2004 г. | 2005 г. |
| Число выпусков | Средняя доходность к погашению,% годовых | Средний срок допогашения,лет | Число выпусков | Средняя доходность к погашению,% годовых | Средний срок до погашения,лет |
| Мелкий (до 1 млрд. руб.) | 75 | 12,13 | 2,7 | 78 | 11,48 | 2,8 |
| Средний(1–3 млрд. руб.) | 29 | 11,30 | 3,1 | 59 | 9,74 | 3,3 |
| Крупный (3 млрд. руб. и более) | 14 | 9,18 | 3,7 | 27 | 7,51 | 3,8 |

В первую подгруппу входят «голубые фишки» (ОАО «Газпром», РАО «ЕЭС России», ООО «Русский Алюминий Финанс» и др.), размещения которых были осуществлены в 2002–2003 гг. и, которые к 2005 г. естественным образом переместились в категорию краткосрочных инструментов. Вторая подгруппа – среднесрочные займы «голубых фишек», сделанные в рамках стратегии диверсификации пассивов. Третья подгруппа – крупные инвестиционные займы «голубых фишек», размещенные в 2004–2005 гг.

Расширение рынка корпоративных облигаций сопровождалось определенными изменениями в его отраслевой структуре, что подтверждают данные таблицы 15.

Из данных таблицы можно отметить рост доли облигаций компаний телекоммуникационной отрасли почти в 1,5 раза в совокупном объеме обращающихся бумаг, а также появление облигаций транспортных предприятий (например, РАО «РЖД», авиакомпании «Самара» и др.).

Таблица 15. Отраслевая структура рынка корпоративных облигаций, млрд. руб.[[27]](#footnote-27)

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Отрасли | 2005 г. | 2004 г. | 2003 г. |
| Объем, млрд. долл. | Доля, % | Объем, млрд. долл. | Доля, % | Объем, млрд. долл. | Доля, % |
| Телекоммуникации | 40,7 | 18,4 | 24,1 | 12,9 | 13,3 | 11,4 |
| Нефтегазовая | 39,8 | 18,0 | 31,5 | 16,8 | 21,5 | 18,5 |
| Финансово-банковский сектор | 38,5 | 17,4 | 40,1 | 21,4 | 24,7 | 21,2 |
| Металлургия имашиностроение | 32,0 | 14,5 | 38,2 | 20,4 | 21,2 | 18,1 |
| Пищевая | 15,8 | 7,2 | 15,1 | 8,1 | 4,2 | 3,6 |
| Транспорт | 13,4 | 6,1 | - | - | - | - |
| Энергетическая | 10,0 | 4,5 | 11,0 | 5,9 | 9,3 | 8,0 |
| Химия и нефтехимия | 8,6 | 3,9 | 7,7 | 4,1 | - | - |
| Горнодобывающая | 4,0 | 1,8 | 6,1 | 3,3 | 3,0 | 2,6 |
| Другое | 18,0 | 8,2 | 13,5 | 7,2 | 19,3 | 16,6 |
| Итого | 220,6 | 100 | 187,1 | 100 | 116,4 | 100 |

Если рассматривать изменения отраслевой структуры рынка на более длительном отрезке времени, то следует отметить значительное сокращение доли предприятий топливно-энергетического комплекса. Если в 1999–2001 гг. более 90% номинального объема рынка приходилось на ценные бумаги ТЭКа, то к настоящему времени его доля не превышает 25%.

В целом сегодня отраслевая структура рынка корпоративных облигаций выглядит достаточно сбалансированной и диверсифицированной.

**2.2.3 Конъюнктура рынка еврооблигаций**

За анализируемый период рост рынка еврооблигаций в разных сегментах заемщиков сильно различается. Рынок государственных еврооблигаций остается практически неизменным по объему (состоялось 1 погашение и прошло переоформление части нерыночного долга в еврооблигации), поскольку Россия пока отказывается размещать новые выпуски суверенных евробондов. Почти не изменился и рынок евробондов субъектов РФ (Москва – единственный заемщик – погасила выпуск на 350 млн. евро и разместила новый выпуск на 374 млн. евро).

Рынок корпоративных еврооблигаций является наиболее быстрорастущим сегментом облигационного рынка. Только за период 2002–2004 гг. крупнейшие российские корпорации выпустили еврозаймы на сумму около 23 млрд. долл., что примерно в 2,5 раза превосходит эмиссию корпоративных облигаций, размещенных за это время на внутреннем рынке. В 2005 г. такая тенденция продолжилась: объем эмиссии еврооблигаций превысил аналогичный показатель внутреннего рынка корпоративных облигаций примерно в 4 раза. Количество выпусков корпоративных евробондов выросло с 37 в 2004 году до 67 в 2005 году. Увеличилось и количество эмитентов: в 2004 году их было 23, а в 2005 году – 39.

Ускоренный рост внешнего сегмента долгового корпоративного рынка можно объяснить как объективными, так и конъюнктурными факторами.

К объективным факторам относятся широкие инвестиционные возможности международного рынка капитала. На сегодняшний день существуют прецеденты размещения еврооблигационных займов российскими эмитентами на сумму свыше 1 млрд. долл. (Газпром, Сбербанк), что более чем в 3 раза превосходит максимальный объем эмиссии рублевых корпоративных облигаций (см. табл. 16).

Таблица 16. Сравнительный анализ инвестиционных возможностей корпоративных рублевых облигаций и еврооблигаций[[28]](#footnote-28)

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Показатель | Рынок корпоративных облигаций | Рынок еврооблигацийроссийских компаний |
| Средний размерэмиссии, млн. долл. | 65 | 301 |
| Средний срокдо погашения, лет | 3,1 | 4,8 |
| Крупнейший заем,млрд. долл. | 0,34 | 1,25 |
| Максимальный срок, лет | 6 | 30 |

Значительно разнятся и сроки заимствований. В 2004–2005 гг. состоялись успешные размещения 15–30-летних займов, которые на внутреннем российском рынке отсутствуют. Средний срок еврозаймов для российских эмитентов в 2004 г. составлял 4,8 года, что также превосходит аналогичный показатель внутреннего рынка (3,1 года).

Безусловно, выход на рынок еврооблигаций сопряжен со значительно более крупными издержками по сравнению с внутренним рынком. По некоторым оценкам, только комиссионные издержки андеррайтеру, финансовому консультанту, а также затраты на информационное освещение эмиссии могут составить до 7–10% от номинала займа (на внутреннем рынке такие издержки не превышают 3–5%). Однако с точки зрения крупных эмитентов, осуществляющих размещения на 0,5–1 млрд. долл. и более и на срок свыше 10 лет, такие издержки вполне оправданны и окупаемы.

К конъюнктурным факторам относятся:

– быстрое укрепление рубля в 2003–2004 гг., в результате чего реальные ставки по долговым инструментам, номинированным в долларах США (подавляющее большинство отечественных еврозаймов номинируется именно в американской валюте), стали нулевыми или даже отрицательными, поэтому российским заемщикам стало выгодно привлекать капитал в долларах и размещать средства в рублях;

– повышение кредитного рейтинга России до инвестиционного уровня агентствами Moody's, Fitch и Standard & Poor's, что позволило российским корпорациям рассчитывать на деньги крупных западных институциональных инвесторов.

Развитие внешнего рынка облигаций сопровождается некоторыми качественными сдвигами. Особо следует отметить активное развитие такого сегмента, как CLN (Credit Linked Notes). CLN – по сути, те же еврооблигации, которые отличаются от обычных евробондов объемом выпуска (обычно не более 50–100 млн. долл.), сроком обращения (обычно не более 1–2 лет) и более низким стандартами раскрытия информации.

Подобный инструмент все больше получает распространение у российских компаний. За 2004 год прошло 8 таких выпусков общим объемом 770 млн. долл. (22,3 млрд. руб.) – это порядка 1/3 от объема размещений на внутреннем рынке корпоративных облигаций. Сведения о выпусках CLN российских компаний приведены в табл. 17.

CLN обычно выпускают средние по величине эмитенты (за исключением АвтоВАЗа) не с самым высоким кредитным рейтингом или вообще без рейтинга (что тоже отличает этот инструмент от обычных евробондов). Организуют эти выпуски в основном российские банки (наиболее активные из них Инвестиционный банк «Траст» и МДМ-Банк) и покупают прежде всего российские же инвесторы.

Таким образом, российский эмитент с помощью российского банка выпускает инструмент, который покупают российские инвесторы, и все это делается вне России. Это свидетельствует о том, что на внутреннем рынке корпоративных облигаций существуют серьезные проблемы.

Таблица 17. Выпуски CLN российских компаний[[29]](#footnote-29)

|  |  |
| --- | --- |
| Название выпуска | Объем выпуска долл. |
| АвтоВАЗ, 2005 (CLN) | 150000000 |
| «Волготанкер», 2007 (CLN) | 120000000 |
| НОВАТЭК, 2005 | 100000000 |
| «Разгуляй-Центр», 2004 (CLN) | 50000000 |
| «Салаватнефтеорг-синтез», 2008 CLN | 50000000 |
| «Севералмаз», 2006 (CLN) | 150000000 |
| «Северстальтранс», 2006 (CLN) | 110000000 |
| ТД «Копейка», (CLN) | 40000000 |

Опережающий рост рынка корпоративных еврооблигаций по сравнению с ростом рублевого рынка показывает, что российские компании, имеющие возможность финансироваться на внешнем рынке, предпочитают ее использовать. Конъюнктура рынка еврооблигаций свидетельствует о том, что, с одной стороны, недостатка в эмитентах, желающих разместить еврооблигации, нет. С другой стороны, количество потенциальных эмитентов евробондов в России все-таки ограничено – если не учитывать CLN, то классические еврооблигации могут выпустить не более 100 крупнейших компаний и не более 20–30 крупнейших банков. Поэтому, темп роста рынка евробондов российских эмитентов в ближайшей перспективе сохранится и на конец 2005 г. может достигнуть 32–34 млрд. долл.

Что касается сегмента государственных и субфедеральных еврооблигаций, то здесь нет оснований ожидать роста, поскольку Россия в 2005 г. обязана осуществить первое погашение на 639 млн. евро (около 820 млн. долл.), при этом новые размещения суверенных еврооблигаций маловероятны.

**2.3 Оценка российского рынка деривативов**

Статистика развития российского рынка деривативов такова[[30]](#footnote-30): в 2005 году совокупный объем торгов на российских биржах составляет более 43 млн. контрактов. Он вырос по сравнению с предыдущим годом в 1,25 раза. Совокупный объем открытых позиций на начало 2005 года составил около 1,5 млн. контрактов, увеличившись по сравнению с началом 2004 года в 3 раза.

В настоящее время на российских биржах обращаются более 23 фьючерсных контрактов и 30 опционов. Базисными активами российских деривативов являются акции российских эмитентов, валюта (доллар США, евро, кросс-курс доллар / евро), нефть, драгоценные металлы, зерно.

С 2004 г. на срочном рынке ФОРТС (РТС) введены процентные фьючерсы (фьючерсы на муниципальные облигации Москвы, фьючерсы на цену отсечения ГКО).

В 2004–2005 гг. основная ликвидность пришлась на деривативы на отдельные акции (single stock derivatives). В настоящее время они активно развиваются на западном рынке. Формирование российских деривативов этого сегмента значительно опережает развитие западных инструментов. Наиболее ликвидными инструментам российского рынка деривативов на отдельные акции стали фьючерсные контракты. В то же время на рынке наметилась тенденция увеличения доли открытых позиций по опционам на акции.

Повышение колебания курса доллара на международных рынках и высокие цены на нефть привели в движение пару «рубль-доллар» на спот-рынке, что способствовало появлению интереса участников валютного рынка и компаний, занимающихся внешнеэкономической деятельностью, к заключению сделок с фьючерсами на доллар. Увеличение объемов торгов и открытых позиций по валютным деривативам зафиксировано на всех биржевых площадках.

В течение 2004–2005 гг. две российские биржи – РТС и СПВБ – прилагают значительные усилия к развитию рынка опционов. В 2004 году на СПВБ были введены в обращение опционы на золото, а в РТС – опционы на фьючерсные контракты на акции ОАО «Ростелеком». Со стороны нескольких банков появились предложения о заключении внебиржевых опционных контрактов. При этом наблюдалась тенденция к сближению и взаимному дополнению биржевого и внебиржевого рынков деривативов. Контрагенты на внебиржевом рынке оговаривали все условия заключаемых сделок, а затем внебиржевые сделки фиксировались на бирже для устранения риска неисполнения обязательств.

Развитие рынка финансовых услуг в России привело к появлению в 2004 году нового вида деривативов – структурных продуктов. В настоящее время практически во всех крупных инвестиционных банках появились подразделения, основная задача которых – разработка структурированных ценных бумаг, инструментов хеджирования.

Кроме того, наблюдается интерес иностранных инвесторов к проведению операций на российском рынке деривативов. К их числу относится «Дойче Банк», «Дрезднер Банк», JP Морган.

Как уже отмечалось выше, наиболее ликвидным сегментом российского рынка деривативов по-прежнему остается рынок деривативов на отдельные акции, поэтому проведем более подробный анализ этого сегмента рынка деривативов.

По итогам 2004 г. число сделок по фьючерсам на отдельные акции составило более 1,4 млн., что в 1,7 раз больше чем в предыдущем году. Суммарный оборот по всем фьючерсам на отдельные акции вырос в 1,25 раз и составил более 39 млн. контрактов, или более 309 млрд. руб. Объем открытых позиций по фьючерсным контрактам на отдельные акции на начало 2005 года составил более 638 тыс. контрактов, или более 5 млрд. руб.

Лучшую динамику в этом сегменте рынка показали опционные контракты. В 2004 г. на опционном рынке биржи РТС было заключено более 50 тыс. сделок (по сравнению с 2003 г. увеличение в 1,5 раз) – с 3 млн. контрактов (увеличение в 1,8 раз). На начало 2005 года объем открытых позиций составил более 345 тыс. контрактов, увеличившись по сравнению с началом 2004 года в 5 раз.

В анализируемом периоде наблюдалась тенденция к замещению фьючерсных сделок не только более сложными, но и эффективными опционными сделками.

Наиболее ликвидными контрактами на рынке деривативов на отдельные акции являются фьючерсы на акции РАО «ЕЭС России». Однако их доля в общем обороте сократилась с 66 до 54% – более 22 млн. контрактов. Доля оборота по фьючерсам на акции ОАО «Газпром» по итогам 2004 г. повысилась с 7 до 19,6% – более 10 млн. контрактов, поднявшись в рейтинге ликвидности на 2-е место. Фьючерсы на акции ОАО «ЛУКОЙЛ» опустились на 3-е место. Их доля в общем обороте составила 12,8% (более 5 млн. контрактов). Доли наиболее ликвидных опционных контрактов составили:

– опцион на фьючерс РАО «ЕЭС России» – 3,9%, или 1,5 млн. контрактов;

– опцион на фьючерс ОАО «ЛУКОЙЛ» – 2,6%, или более 1 млн. контрактов.

В 2004 году наблюдалось существенное увеличение доходностей по операциям спот-фьючерс, связанное с кризисными явлениями в банковском секторе и удорожанием денег. Также к редким скачкам доходностей спот-фьючерс приводило резкое сокращение участниками рынка позиций по поставочным фьючерсам перед исполнением контрактов. Причем если доходность по фьючерсам на акции ОАО «Газпром» перед исполнением всегда снижается, то по остальным фьючерсам она поднимается, иногда более чем до 100% годовых.

В 2005 году доходности по операциям спот-фьючерс сильно снизились. Кроме традиционно торгующихся фьючерсов на акции ОАО «Сургутнефтегаз», отрицательные доходности появились по фьючерсам на акции ОАО «ЛУКОЙЛ».

В 2004 г. на рынке деривативов на отдельные акции появились некоторые новые инструменты: фьючерсный контракт на курс акции ОАО ГМК «Норильский никель» и опцион на фьючерсный контракт на курс акций ОАО «Ростелеком». По обоим контрактам сразу после их введения в обращениe появились сделки и наблюдается рост открытых позиций.

Среди участников лидерами рынка деривативов на отдельные акции в 2004 г. стали: ООО «Вэб-инвест. ру», ООО «Алор+», ЗАО ИК «Элтра», ООО «БрокерКредитСервис», ОАО ИФ «ОЛМА». Более заметным стало присутствие банков. Среди новых участников рынка следует отметить таких гигантов, как ОАО «Альфа-банк», ОАО «Внешторгбанк», ЗАО «Брансвик Ю Би Эс».

Валютные деривативы представлены на 5 российских биржах: БСПб, ММВБ, РТС, СПВБ, СПбФБ. В этом сегменте рынка обращаются фьючерсы рубль-доллар и рубль-евро, фьючерсы на кросс-курс евро к доллару, опционы.

В 2004 г. увеличились объемы торгов на рынке валютных деривативов. На начало 2005 г. объем открытых позиций по валютным фьючерсам на ММВБ возрос по сравнению с началом 2004 г. в 17 раз и составил 139 тыс. контрактов (почти 3 млрд. руб.).

Общий оборот российского рынка валютных деривативов в 2004 г. составил более 655 тыс. контрактов – более 258 млрд. руб. Совокупное количество открытых позиций на начало 2005 г. составило более 593 тыс. контрактов – 160 млрд. руб.

Лидирующее положение по объему торгов и объему отрытых позиций на рынке валютных деривативов уже не первый год занимает СПВБ. Совокупный объем торгов на СПВБ в 2004 г. увеличился в 2,8 раз и составил более 236 млрд. руб. (575 тыс. лотов). Совокупный объем открытых позиций на начало 2005 г. на СПВБ составил более 156 млрд. руб. (445 тыс. лотов), увеличившись по сравнению с началом 2004 г. в 2,6 раза.

Основным валютным контрактом является фьючерсный контракт «рубль-доллар». За прошедший год на всех биржах количество открытых позиций увеличилось в несколько раз.

С появлением интереса (и прежде всего со стороны крупных банков) к заключению сделок с валютными деривативами биржевые площадки активизировали свою деятельность по привлечению на рынок новых участников торгов, развитию технологий и введению новых инструментов. Появилась реклама валютных фьючерсов в Интернете и на телевидении, биржи стали организовывать семинары на тему развития торгов валютными деривативами.

Для привлечения новых участников российскими биржами были предложены новые инструменты. На бирже «Санкт-Петербург» был введен фьючерсный контракт на кросс-курс «евро-доллар», на СПВБ – расчетные европейские опционы на курсы евро и английского фунта стерлингов. На ММВБ и в РТС была увеличена глубина контрактов, а именно введены фьючерсы со сроком обращения 1 год.

Основные участники на рынке валютных деривативов – банки, а именно: АКБ «Московский Деловой Мир», ОАО «Альфа-Банк», ОАО «Промышленно-строительный банк», ЗАО «Петербургский социальный коммерческий банк», ОАО АБ «РОССИЯ».

Товарный сегмент рынка деривативов остается самым недооцененным. Успешнее всего рынок развивается в регионах – на СПВБ, БСПб и Сибирской бирже. О планах развития рынка товарных деривативов заявляют также и московские биржевые площадки – ММВБ и АТС (организатор торгов на оптовом рынке электрической энергии).

Самая широкая номенклатура контрактов представлена на СПВБ: фьючерсы на сырую нефть сорта Brent, на дизельное топливо, авиатопливо, мазут и опционы на авиационное топливо и платину. В сегменте товарных деривативов СПВБ сделки заключаются нерегулярно, а открытые позиции удерживаются до окончания обращения контрактов.

Всего в 2004 г. в сегменте товарных деривативов было совершено 27 тыс. сделок. Совокупный объем торгов составил 76,8 тыс. контрактов, или почти 8 млрд. руб. Главной причиной слабого развития рынка деривативов всегда называют отсутствие товарного спот-рынка.

**2.4 Оценка объема и структуры вексельного рынка**

Точно определить объем вексельного рынка, то есть публично обращающихся векселей, практически невозможно. Разными экспертами объем вексельного рынка оценивается от 100–200 млрд. до 300–350 млрд. руб., на 2005 год – около 380 млрд. руб., при этом по итогам года снижение объема рынка составляет около 10%. По состоянию на начало 2005 г. доля векселей на долговом рынке сократилась до 29% против 43% на начало 2004 г. Таким образом, вексельный рынок по-прежнему остается вторым на долговом рынке по объему в обращении и первым на рынке корпоративного долга[[31]](#footnote-31).

Вексельный рынок остается одним из наиболее ликвидных секторов долгового рынка: ежедневный оборот по векселям, по разным экспертным оценкам, равняется от 3–5 млрд. до 10–15 млрд. руб.

2005 год начался на фоне резкого снижения доходности векселей, которое наблюдалось в течение января. До середины апреля процентные ставки менялись незначительно. С середины апреля на рынке доминировала повышательная тенденция, пик которой пришелся на июнь-июль. После него во второй половине 2005 г. на вексельном рынке зафиксировано снижение доходности. В августе 2005 г. вексельный рынок был практически парализован, спросом пользовались только векселя Сбербанка РФ, Внешторгбанка. Постепенно круг торгуемых векселей расширялся, прежде всего, за счет государственных банков и крупнейших частных банков. Окончательная стабилизация на рынке произошла лишь в сентябре-октябре 2005 г.

В настоящее время на вексельном рынке представлены ценные бумаги как промышленных и торговых компаний, так и коммерческих банков.

Доля векселей промышленных, торговых компаний, то есть небанковских векселей, составляет приблизительно 30% от общего объема обращающихся на рынке векселей. По данным Банка России, объем учтенных коммерческими банками векселей этих компаний составляет на 1 декабря 2005 г. около 90 млрд. руб. против 160–180 млрд. руб. в начале 2005 г.

В качестве крупных векселедателей среди промышленных компаний можно выделить ОАО «Газпром» (хотя объем его векселей за последние 2–3 года значительно снизился), ГМК «Норильский никель», АК «АЛРОСА», ТНК, Салаватнефтеоргсинтез, ЦентрТелеком, Южтелеком и др.

Большинство средних и более мелких компаний активно привлекают финансовые ресурсы, прибегая к выписке векселей путем выхода на рынок с разработанной и утвержденной на длительной срок программой заимствования на вексельном рынке. При этом компании особое внимание уделяли вопросам раскрытия информации и общения с потенциальными инвесторами. Следует отметить, что заимствования осуществлялись преимущественно в первой половине 2004 г., так как после банковского кризиса интерес к векселям «второго» и «третьего эшелонов» существенно снизился. Восстановление рынка произошло лишь в 2005 г., однако ставки для таких компаний составляют от 14–15% годовых и выше.

Основной объем на вексельном рынке занимают банки (по оценкам экспертов около 70%), привлекающие средства с финансового рынка путем выписки своих векселей. Такая операция выгодна как банкам, так и инвесторам, то есть покупателям векселей. Для банков значительно расширяется ресурсная база за счет операторов долгового рынка (инвестиционных компаний и других банков), а у покупателей появляется больше возможностей для размещения свободных средств в «короткие» долговые инструменты. По данным Банка России, по состоянию на 1 декабря 2005 г. объем выпущенных векселей банками составлял около 366 млрд. руб., увеличившись с начала года на 13%. При этом объем «рыночных» векселей (за исключением векселей «до востребования» и со сроком обращения более 3 лет) составляет около 282 млрд. руб., или почти 77%.[[32]](#footnote-32)

На долю 25 крупнейших банков-векселедателей приходится более 50% от объема выпущенных векселей, а на долю 100 банков – более 80%. В результате банковского «кризиса доверия» в 2004 году объем рынка сократился почти на 10%, но в 2005 году прежний объем проводимых сделок на вексельном рынке восстановился.

В настоящее время доходность банковских векселей колеблется в пределах от 4–6,5% годовых – по бумагам «первого эшелона» (Сбербанк, ВТБ) до 12–14% годовых – по векселям так называемого «третьего эшелона» (в зависимости от срока обращения). Доходность векселей надежных банков «второго эшелона» составляет около 6–9% годовых в зависимости от срока обращения.

**2.5 Исследование финансовых показателей биржевого рынка России**

Процессы глобализации финансовых рынков и унификация международного законодательства по ценным бумагам во многом определяют состояние и перспективы развития бирж. В данном пункте дипломной работы анализируются основные финансовые показатели биржевого бизнеса, прежде всего доходы и расходы и их динамика за последние 5–7 лет.

Анализ доходов и расходов бирж проводится по пяти основным организационно-правовым категориям бирж, представленным в таблице 18, характеризующей распределение совокупных доходов бирж-членов WFE в 2004 году.

Десять крупнейших бирж получили в 2004 г. 73% общих доходов бирж-членов WFE. Доли основных источников доходов бирж (в среднем по биржам-членам WFE) по итогам 2004 г. представлены в таблице 19.

Данные таблицы 19 показывают, что доминирующим видом деятельности и источником доходов для бирж является организация торгов. Доля доходов от организации торгов в общем объеме доходов бирж постепенно растет, достигнув 45% в 2004 г. против 37% в 1996 г. Основную долю доходов от торгов составляют комиссионные (до 90%). Другими источниками доходов от торгов являются оплата сведения заявок, лизинг терминалов, членские и вступительные взносы.

Таблица 18. Структура доходов по категориям бирж в 2004 г.[[33]](#footnote-33)

|  |  |
| --- | --- |
| Организационно-правовая категория биржи | Доля в доходах, % |
| Биржи – публичные компании | 43 |
| Биржи – акционерные общества | 29 |
| Общества с ограниченной ответственностью | 14 |
| Ассоциации и партнерства | 9 |
| Прочие | 5 |

Таблица 19. Структура источников доходов бирж в 2004 году[[34]](#footnote-34)

|  |  |
| --- | --- |
| Вид деятельности | Доля в доходах, % |
| Организация и проведение торгов | 45 |
| Предоставление услуг | 29 |
| Листинг | 11 |
| Прочие доходы | 15 |

В 2004 г. сокращение торговых операций с акциями на биржах компенсировалось резким увеличением объемов операций с облигациями и производными инструментами. Этим объясняется 20%-ный рост доходов в целом по торговым операциям.

В 2004 г. в среднем по биржам оборот торгов по акциям снизился на 12%, в то время как торговля облигациями выросла на 52%. Объемы операций с производными инструментами по разным категориям выросли от 8 до 146%.

Вторым по значению источником доходов бирж являются доходы от услуг. Развитие биржевой деятельности и внедрение бизнес-ориентированного корпоративного управления на биржах приводят к расширению спектра оказываемых услуг. В число основных биржевых услуг стали входить клиринг, расчетные, депозитарные услуги, продажа программного обеспечения, распространение информации и данных о рынке.

Доходы от предоставления услуг сохраняются на неизменном с 1996 г. уровне – примерно 30% общих доходов бирж. В 2004 г. доля доходов от услуг составила 29% всех доходов.

Продажа информации о торгах стала в 2004 г. самым крупным источником доходов от услуг, составляя 43% всех доходов от услуг) и 13% совокупных доходов бирж.

С увеличением стоимости информации о движении курсов ценных бумаг, об объемах торгов и о корпоративных событиях в реальном времени распространение рыночной информации стало весьма выгодным видом деятельности. Большинство бирж внедрили ряд сложных информационных услуг с использованием новейших технологий, разработали новые виды услуг, заключили соглашения со специализированными компаниями в целях развития продажи информационных услуг. На большинстве биржевых web-сайтов появились специальные рубрики с доступом на основе подписки.

Увеличение доходов от продажи информации во многом обусловлено глобализацией рынков, расширением круга специализированных агентств по распространению информации, снижением стоимости коммуникационных услуг, которые позволили биржам получить доступ к большему числу потребителей. За последние три года доля доходов от информационных услуг возросла с 9 до 13%.

Клиринговые, расчетные и депозитарные услуги являются важным источником доходов от услуг, особенно для бирж – публичных компаний. В среднем доходы от пост-торговых (after trading) операций составили 18%. В том числе доля клиринга в доходах составила 14%, расчетных услуг – 2% и депозитарных услуг – 2%. Для котируемых бирж пост-торговые услуги стали крупнейшим источником доходов от услуг – 39% против 36% за информационные услуги. Это объясняется интеграцией клиринговых и расчетных организаций в структуры бирж данной группы.

Вслед за информационными и пост-торговыми услугами по уровню приносимых доходов следуют IT-услуги (продажа программного обеспечения) для членов / посредников бирж и внешних потребителей. В среднем доля поступлений бирж от этого вида услуг составляла 4% всех доходов от услуг.

Третьим по значению источником доходов является листинг, средства от которого составляли в среднем 11% совокупных доходов бирж. В среднем по WFE доходы от листинга возросли в 2004 г. на 8% при росте общих доходов бирж на 14%.

Ежегодные взносы за листинг стали важнейшей составляющей поступлений от листинга – в среднем они составляли 61%. Первоначальные листинговые взносы составляют в среднем 30%, на прочие листинговые доходы приходится 9%. Доля доходов от листинговых услуг в общих доходах бирж постоянно снижается. Если в 1996 г. она составляла 18% совокупных доходов, то в 2004 г. – лишь 11%. Тенденция к снижению может быть объяснена повышением конкуренции и снижением цен за листинг на биржах, стремящихся привлечь новые компании.

Группа «прочие доходы» включает различные составляющие – поступления от финансовых вложений, штрафы, налагаемые биржами на своих членов или трейдеров, поступления от сдачи помещений бирж в аренду другим организациям и т.д. «Прочие доходы» составили 15% всех доходов бирж в 2004 г.

Поступления от финансовых вложений, которые включали процентный доход по резервам наличности и финансовым вложениям, стали основным источником «прочих доходов» и составили в 2004 г. 30% «прочих поступлений».

Совокупные биржевые издержки в 2004 г. в среднем выросли на 15% вслед за увеличением масштабов деятельности бирж. В соответствии с практикой WFE издержки бирж разделены на ряд статей: расходы на персонал, на информационные технологии, на аренду и обслуживание помещений, на управление, на амортизацию, прочие расходы. Главными статьями расходов бирж являются расходы на персонал и технологии, что характерно для компаний финансового сектора (см. таблицу 20).

Таблица 20. Структура расходов биржи в 2004 году[[35]](#footnote-35)

|  |  |
| --- | --- |
| Статья расходов | Доля в общих расходах, % |
| Персонал | 32 |
| IT, технологии | 18 |
| Управление, связь, консультации | 26 |
| Прочие расходы | 24 |

Из таблицы 20 видно, что крупнейшую статью расходов бирж в 2004 г. составляли расходы на персонал, в среднем 32% совокупных издержек против 27% в 1996 г.

Бюджеты IT-инфраструктуры бирж значительно возросли за последнее десятилетие, составляя в 2004 г. 18% всех издержек биржевой отрасли. При этом надо учитывать, что далеко не все биржи раскрывают затраты на системы и технологии.

Издержки на аренду и содержание недвижимости и на управление и связь составляют 26% расходов бирж. Прочие расходы – в среднем 24%.

Средний доход на капитал бирж составил в 2004 г. 12%. В 2004 г. биржи работали в сложной деловой среде, которая характеризовалась вялым экономическим ростом в развитых странах, снижением объемов торгов, первичных размещений и финансовой активности в целом. Как следствие, биржи зафиксировали снижение доходности капитала. Средний показатель составил 12% по сравнению с 14% в 2003 г. и 25% в 2002 г.

Биржи – публичные компании остаются наиболее прибыльными со средним доходом на капитал на уровне 20% по сравнению с 25% в 2003 г.

**2.6 Особенности регионального рынка ценных бумаг**

Акционирование большинства региональных предприятий, размещение ими своих ценных бумаг, появление в обороте муниципальных и новых федеральных ценных бумаг обусловило новый этап в процессе функционирования региональных фондовых рынков России, способствующих переливу финансового капитала в производство и государственные социальные программы.

Региональные рынки ценных бумаг характеризуются своей относительной обособленностью. Сегодня нет устойчивого взаимодействия между региональными фондовыми рынками, что ограничивает возможности их развития и вносит ряд особенностей в их функционирование.

Важным субъектом регионального фондового рынка выступают органы местной власти, являющиеся эмитентами субфедеральных займов. Они же выполняют функции по регулированию и стимулированию других эмитентов и инвесторов на рынке. Кроме того, на региональном рынке присутствуют финансовые аналитики региональных эмитентов и профессиональные оценщики рисков региональных ценных бумаг[[36]](#footnote-36). В настоящее время на астраханском рынке ценных бумаг ощущается нехватка подобных специалистов, что затрудняет оценку региональных компаний-эмитентов и препятствует развитию инфраструктуры рынка.

Профессиональными участниками астраханского рынка ценных бумаг являются 12 банков, 17 страховых компаний и 4 специализированные компании. Рынок ценных бумаг региона можно считать малоразвитым. Единичные сделки с акциями производятся только с целью приобретения контрольного пакета и смены собственника. Из 700 акционерных обществ, функционирующих в регионе, реальные котировки акции имеет только ОАО «Астраханьэнерго» и ОАО «Связьинформ». Основной объем купли-продажи акций представлен акциями Газпрома.

Объем торгов акциями эмитентов Астраханской области в ОАО «Фондовая биржа РТС» в 2004 году составил 274496 млн. долларов. Активность участников торгов – 71 сделка. Объем рыночных сделок, заключенных в 2004 году на РТС с обыкновенными акциями ОАО «Астраханьэнерго» составил 125016 долларов. По акциям ОАО «Астраханьэнерго» была заключена 51 сделка. Объем рыночных сделок, заключенных в 2004 году на РТС с акциями «ССЗ «Лотос»» составил 22580 долларов. По акциям ОАО «ССЗ «Лотос»» было заключено две сделки (550000 акций)[[37]](#footnote-37).

На региональном фондовом рынке количество размещенных акций в 2004 году уменьшилось на 0,04% по сравнению с 2003 годом. На долю сделок с обыкновенными акциями в 2004 году приходилось 99,59% всех сделок, а на долю привилегированных – 0,41%. При этом структура сделок изменилась в 2004 году по сравнению с предыдущим годом в пользу привилегированных акций.

Наибольшую долю по количеству размещенных привилегированных акций в 2004 году составила транспортная отрасль, удельный вес таких сделок составил 83,8% общего объема сделок, что на 0,8% больше, чем в 2003 году.

Наименьшую долю по количеству размещенных привилегированных акций составила отрасль строительства, удельный вес сделок по акциям которой составил лишь 0,07%, что на 0,02% меньше, чем в 2003 году.

На долю промышленности в 2004 году пришлось 15,9% от общего количества размещенных привилегированных акций, что на 0,15% больше по сравнению с 2003 годом. Наибольшую долю по количеству размещенных привилегированных акций составило машиностроение и металлообработка, удельный вес которой составил 15,5%, что на 0,13% больше, чем в 2003 году.

Количество размещенных обыкновенных акций в 2004 году составило 1106664351 тыс. штук, что несколько меньше, чем в 2003 году. Наибольшую долю по количеству размещенных обыкновенных акций в 2004 году составила промышленность, удельный вес которой – 96,2%. Наименьшую долю по количеству размещенных обыкновенных акций в 2004 году составили акции научных организаций, удельный вес которых составил 0,026%. Их доля в 2004 году по сравнению с 2003 годом не изменилась.

В 2004 году были распределены размещенные акции на сумму 4981279 млн. руб., что на 754365 млн. руб. больше, чем в 2003 году, при этом:

– по промышленности – на сумму 3579355 млн. руб., что на 716335 млн. руб. больше, чем в 2003 году;

– по сельскому хозяйству – на сумму 391703 млн. руб., что на 3146 млн. руб. больше, чем в 2003 году;

– по транспорту – на сумму 236039 млн. руб., что на 4943 млн. руб. больше, чем в 2003 году;

– по связи – на сумму 190272 млн. руб., что на 3384 млн. руб. меньше, чем в 2003 году;

– по строительству – на сумму 239723 млн. руб., что на 18897 млн. руб. меньше, чем в 2003 году;

– по розничной торговле – на сумму 149653 млн. руб., что на 33273 млн. руб. меньше, чем в 2003 году;

– по жилищно-коммунальному хозяйству – на сумму 52394 млн. руб., что на 1456 млн. руб. больше, чем в 2003 году;

– по научным организациям – на сумму 6915 млн. руб., что на 2693 млн. руб. больше, чем в 2003 году.

В 2004 году держателям акций были начислены дивиденды в размере 176161 млн. руб. и выплачены доходы (дивиденды и проценты) в размере 46070 млн. руб. При этом основная доля дохода приходится на промышленность, держателям акций которой в 2004 году выплачены доходы в размере 39909 млн. руб., из них 37900 млн. руб. – в пищевой промышленности.

Анализ различных сегментов рынка ценных бумаг России позволяет сформулировать следующие выводы:

1. В 2004 году суммарный оборот на биржевом рынке акций вырос на 205%. За исследуемые три года почти в 4 раза возросла активность участников рынка акций: в 2004 году было заключено 633,7 тыс. сделок, а в 2002 году только 158,5 тыс. сделок.

2. Несмотря на то, что в 2004 году рост цен на российском рынке акций продолжился, темпы прироста цен оказались существенно меньшими, чем в предыдущие три года, и ниже, чем уровень инфляции.

3. В разное время инвесторами отдавалось предпочтение разным отраслям. Величина отраслевых индексов свидетельствует о том, наибольший подъем за исследуемый период продемонстрировали телекоммуникации, в основном из-за роста цен акций МТС. Кроме того, повысился индекс акций региональной энергетики и нефтегазовый индекс.

4. Наилучшие показатели доходности были получены по менее ликвидным ценным бумагам, в частности по акциям ГЭС. Стоимость обыкновенной акции Жигулевской ГЭС выросла на 240%, Волжской ГЭС – на 185%, Боткинской ГЭС – на 188%.

5. Основную долю в металлургическом индексе занимают акции Норильского Никеля (от 60 до 80 процентов), и, соответственно, их падение определило и общую динамику всего индекса.

6. В исследуемом периоде рынок акций РФ достаточно значимо реагировал на крупнейшие слияния и поглощения: цены акций возрастали после сделок в 1,5 раза, однако происходило это не сразу после их обнародования, а в течение не менее одного квартала.

7. Опережающий рост объемов торговли акциями по сравнению с капитализацией рынка свидетельствует о повышении ликвидности рынка акций. Однако по уровню ликвидности российский рынок акций сильно уступает не только большинству развитых рынков, но некоторым развивающимся рынкам (тайваньскому, корейскому, турецкому и таиландскому).

8. В настоящее время российский рынок облигаций продолжает развиваться достаточно быстрыми темпами, годовой прирост во многих сегментах рынка достигает 50%.

Динамичное развитие рынка облигаций наблюдается уже несколько лет подряд. Однако во многом стремительный рост рынка является только количественным, а качественных сдвигов к лучшему не происходит.

9. 2004–2005 гг. характеризуются увеличением внутреннего рынка государственных облигаций. Его объем вырос на 56%. Это соответствует стратегии государства на выравнивание внутреннего и внешнего долга (в долгосрочной перспективе – до пропорции 50/50).

10. По мировым стандартам объем внутреннего рынка государственных бумаг в России остается крайне низким. Действительно, в масштабах ВВП внутренний рынок госбумаг сейчас составляет примерно 3,2% – это на порядок ниже, чем в большинстве других стран, включая даже страны Восточной Европы.

11. Проблемы рынка государственных бумаг до сих пор во многом остаются нерешенными: узок круг инвесторов и, как следствие, низка ликвидность. Основными игроками на рынке государственных облигаций являются два банка: Сбербанк и Внешторгбанк, а также Внешэкономбанк – государственная управляющая компания по пенсионным средствам.

12. Рынок субфедеральных и муниципальных облигаций демонстрировал в 2004 г. высокие темпы роста. Его объем за 2004 г. вырос с 83 млрд. до 121 млрд. руб. Однако из общего роста рынка на 38 млрд. руб. 28 млрд. руб. пришлось на Москву, и еще 7,7 млрд. руб. – на Московскую область. Таким образом, на остальных эмитентов приходится очень малая часть прироста рынка.

13. В 2005 г. рынок региональных облигаций продолжил свой рост, но более медленными темпами, чем в 2004 г. Это связано с тем, что главный участник рынка – Москва уменьшила объемы привлечения на рынке.

Что касается других регионов, то объем их нетто-заимствований в 2005 году существенно не превышает показатели 2004 г. и составляет 20–25 млрд. руб. В результате итоговый рост рынка муниципальных облигаций в 2005 г. составляет 40–45 млрд. руб., и к концу 2005 г. достигает 170–180 млрд. руб.

14. Инфраструктура российского рынка корпоративных облигаций отличается от инфраструктуры зарубежных облигационных рынков, прежде всего, наличием значительного биржевого сегмента, поскольку большая часть рыночного оборота приходится на биржевые площадки.

15. На отечественном рынке корпоративных облигаций были размещены займы более чем 200 эмитентов на общую сумму до 12 млрд. долл. (350 млрд. руб.); только в 2004 г. объем новых размещений составил около 4,9 млрд. долл. (140 млрд. руб.), что почти на 80% выше уровня 2003 г.

16. Сегодня рынок корпоративных облигаций приобретает все большее значение как источник инвестиционных ресурсов. Если в 2001–2002 гг. соотношение между объемом эмиссии корпоративных облигаций и суммарным объемом инвестиций в основной капитал не превышало 1–3%, то в 2003 г. оно приблизилось к 4%, а по итогам 2004 г. это соотношение составило 5–6%. Однако, по своим относительным параметрам (по сравнению с масштабами экономики) российский рынок корпоративных облигаций заметно уступает развитым странам.

17. Одной из важнейших тенденций в развитии облигационного рынка российских эмитентов является перераспределение объемов эмиссий в пользу внешнего сектора – рынка еврооблигаций.

18. К 2004 г. доля внешних займов достигла почти 70%. 2005 г. подтвердил эту тенденцию: за I квартал суммарный объем размещений еврозаймов составил более 3 млрд. долл. (свыше 83 млрд. руб.), в то время как на внутреннем рынке объем новых эмиссий оказался почти в 4 раза меньше (около 23 млрд. руб.). Столь же значительно различаются и размеры среднего заимствования на внутреннем и внешнем рынках. Если по итогам 2004 года средний размер эмиссии еврооблигаций составил около 300 млн. долл., то для внутреннего рынка аналогичный показатель за тот же период не превышает 65 млн. долл.

19. Происходит активное развитие такого сегмента рынка облигаций, как CLN (Credit Linked Notes). CLN – по сути, те же еврооблигации, которые отличаются от обычных евробондов объемом выпуска (обычно не более 50–100 млн. долл.), сроком обращения (обычно не более 1–2 лет) и более низким стандартами раскрытия информации.

Подобный инструмент все больше получает распространение у российских компаний. За 2004 год прошло 8 таких выпусков общим объемом 770 млн. долл. (22,3 млрд. руб.) – это порядка 1/3 от объема размещений на внутреннем рынке корпоративных облигаций.

20. В 2005 году совокупный объем торгов на российских биржах составляет более 43 млн. контрактов. Он вырос по сравнению с предыдущим годом в 1,25 раза. В настоящее время на российских биржах обращаются более 23 фьючерсных контракта и 30 опционов. Базисными активами российских деривативов являются акции российских эмитентов, валюта (доллар США, евро, кросс-курс доллар / евро), нефть, драгоценные металлы, зерно.

21. Вексельный рынок остается одним из наиболее ликвидных секторов долгового рынка: ежедневный оборот по векселям, по разным экспертным оценкам, равняется от 3–5 млрд. до 10–15 млрд. руб.

22. В настоящее время на вексельном рынке представлены ценные бумаги как промышленных и торговых компаний, так и коммерческих банков.

Доля векселей промышленных, торговых компаний, то есть небанковских векселей, составляет приблизительно 30% от общего объема обращающихся на рынке векселей. В качестве крупных векселедателей среди промышленных компаний можно выделить ОАО «Газпром» ГМК «Норильский никель», Салаватнефтеоргсинтез, ЦентрТелеком, Южтелеком и др.

23. Основной объем на вексельном рынке занимают банки. На долю 25 крупнейших банков-векселедателей приходится более 50% от объема выпущенных векселей, а на долю 100 банков – более 80%.

24. В настоящее время доходность банковских векселей колеблется в пределах от 4–6,5% годовых – по бумагам «первого эшелона» (Сбербанк, ВТБ) до 12–14% годовых – по векселям так называемого «третьего эшелона» (в зависимости от срока обращения). Доходность векселей надежных банков «второго эшелона» составляет около 6–9% годовых в зависимости от срока обращения.

**3. Проблемы и перспективы развития фондового рынка России**

**3.1 Фондовый рынок как фактор роста ВВП**

Решение поставленной Президентом РФ задачи удвоения ВВП к 2012 г. потребует ежегодного роста не менее чем на 7,2% (за основу взят 2002 г.). Если в качестве срока взять 2010 г., то потребуется ежегодный рост в 9,4%. Вместе с тем средние темпы экономического роста России в 2000–2004 гг. составили 6,7%, прогноз на 2005–2006 гг. не превышает 6%. Необходимо ускорение роста, для которого требуются значительные инвестиции.

Для того чтобы российский фондовый рынок можно было рассматривать как один из основных источников инвестиций для российских предприятий, необходимо как минимум троекратное увеличение его доли в инвестициях в основной капитал. На данный момент его доля не превышает 10%, в то время как в развитых странах ее уровень достигает 40–60%.

Для того, чтобы радикально повысить инвестиционную эффективность и вклад российского фондового рынка в экономический рост следует решить ряд проблем.

Сегодня макроэкономическая ситуация в России в целом способствует процессу инвестирования – она является наиболее благоприятной и стабильной за все годы реформ. Наблюдавшийся длительное время непрерывный процесс ослабления рубля сменился его реальным укреплением, что способствует притоку инвестиций в рублевые активы. Существенно снизился внешний государственный долг, что сократило валютные риски бюджета.

Позитивная макроэкономическая ситуация уже привела к увеличению инвестиций и экономическому росту. При этом следует особо отметить, что в последние годы в России темпы экономического роста тесно коррелируют с инвестиционной активностью. Наибольший экономический рост приходился на максимумы увеличения инвестиций в основной капитал.

Опыт европейских и азиатских стран свидетельствует о том, что темпы роста инвестиций должны в 1,5–2 раза превосходить целевые темпы роста экономики. Иными словами, для увеличения ВВП на требуемые 9,4% ежегодный прирост инвестиций в основной капитал должен составлять не менее 18,8%. В то же время в 2004 г. динамика капитальных вложений в России выросла на 12%, что в абсолютном выражении при общем объеме инвестиций в основной капитал около 75 млрд. долл. составляет приблизительно 10 млрд. долл.

Следует отметить, что текущий уровень роста капитальных инвестиций не решает многих проблем. Например, в 2004 г. снизился коэффициент обновления основных фондов, повысилась степень их износа, доля старого оборудования, прослужившего свыше 20 лет, составила в экономике в среднем 45%.

Очевидно, что уровень инвестиций явно недостаточен и требует радикального увеличения.

Анализ показывает, что основным источником инвестиций для российских предприятий продолжают оставаться собственные средства, в частности нераспределенная прибыль и амортизация. Однако прибыль компаний – величина непостоянная, к тому же у многих потенциально успешных предприятий, особенно на начальном этапе развития, она невелика. Одновременно сохраняется значительная налоговая нагрузка на реинвестируемую прибыль. Из внешних источников финансирования инвестиций значительную долю составляют средства бюджетов и внебюджетных фондов. Однако они резко сокращаются, особенно в промышленности.

Банковские кредиты не имеют существенной доли в инвестициях в основной капитал. В 2004 г. они составили лишь 5,3%. Ограниченные возможности получения и использования кредитных ресурсов связаны с сохранением относительно высокой стоимости банковских кредитов. Кроме того, сегодня банковские кредиты – это в основном «короткие» деньги. Несмотря на улучшение инвестиционного климата в России, объем долгосрочных кредитов (сроком свыше 3 лет) по итогам первого полугодия 2005 года составил около 8,5 млрд. долл., или 7% от общего объема кредитов предприятиям и организациям.

Потенциала для существенного роста инвестиций из вышеперечисленных источников нет. Тем не менее, есть веские основания полагать, что при устойчивости благоприятной макроэкономической среды больший вклад могут вносить механизмы и инструментарий фондового рынка.

Мировой и первый отечественный опыт подтверждают это. По итогам 2004 г. доля средств, привлеченных с помощью эмиссии ценных бумаг (акций и облигаций), в совокупном объеме инвестиций составляла: в США – 60%, в Германии – 35%, во Франции – 40%.

Таким образом, следует выделить несколько направлений развития рынка ценных бумаг, требующих реализации:

1. Дальнейшее развитие рынка корпоративных облигаций.

Уровень инвестиционной эффективности во многом зависит от ликвидности, глубины и универсальности рынка. Финансовый рынок России постепенно приобретает схожие черты. Один из самых быстрорастущих сегментов российского рынка – привлечение финансовых средств путем выпуска облигаций. По итогам 2004 г. совокупный объем средств, привлеченных посредством публичного размещения государственных, корпоративных и региональных ценных бумаг примерно в 2 раза выше, чем в 2003 г., и почти в 10 раз выше, чем в 2000 г. Вместе с тем это лишь 9% от валового объема инвестиций в основной капитал[[38]](#footnote-38), поэтому следует определить пути радикального повышения данного показателя.

Сегодня рынок корпоративных облигаций находится в начале своего развития, и его возможности реализованы далеко не полностью. Только 2% предприятий используют рынок корпоративного долга для финансирования капитальных инвестиций. Российский рынок пока не сравним с западным и по абсолютным показателям. Объем рынка корпоративного долга в развитых странах составляет от 30 до 95% ВВП. В России номинальный объем корпоративных облигаций в обращении составляет немногим более 1% ВВП.

Актуальной проблемой рынка корпоративных облигаций, препятствующей приходу на него консервативных инвестиций, в том числе западных, является его слабая структурированность. Система рейтингования облигаций только начинает внедряться. Большинство выпусков облигаций не имеют международных кредитных рейтингов. Рейтинги, присвоенные по внутрироссийским шкалам, нередко вызывают серьезные нарекания и не могут служить адекватным и авторитетным суждением о кредитоспособности. Это существенно повышает риски инвесторов, не имеющих возможности разделить облигации на высоконадежные и «мусорные».

Кроме того, требуют решения такие вопросы, как дальнейшее снижение, а возможно, и отмена налога на эмиссию, а также упрощение всей процедуры выпуска корпоративных облигаций. Достаточно актуальный вопрос для рынка – необходимость регистрации отчета о размещении облигаций до начала вторичных торгов. В результате вторичные торги начинаются в лучшем случае через месяц после размещения, что несет в себе существенные риски для инвесторов.

Значительное влияние на рынок могло бы оказать дальнейшее совершенствование нормативной базы. Принятие новой редакции закона «О рынке ценных бумаг» можно рассматривать как важный шаг в этом направлении. Целесообразно сосредоточить усилия на следующих направлениях:

– дальнейшем упрощении и ускорении процедуры эмиссии корпоративных облигаций;

– принятии Закона о краткосрочных (коммерческих) ценных бумагах, формирующих основу для создания рынка 1–2-летних высоколиквидных бескупонных долговых инструментов;

– принятии Закона о рынке производных финансовых инструментов, создающего основу для цивилизованного хеджирования инвестиционных рисков при работе на фондовом рынке;

– законодательном обеспечении формирования ипотечного рынка, и прежде всего перехода от традиционных облигационных займов к классическим ипотечным выпускам, обеспеченных, с одной стороны, пулом закладных, а с другой – гарантиями государства.

Решение этих и других проблем позволит привлечь на рынок корпоративных облигаций большое число заемщиков и значительные средства инвесторов.

2. Совершенствование механизма первичного размещения акций.

Второй основной инвестиционный инструмент фондового рынка – первичное размещение акций (initial public offering, IPO) – пока малоразвит. За все время существования российского фондового рынка на нем было проведено всего 4 размещения акций общим объемом около 230 млн. долл.[[39]](#footnote-39), которые могут быть отнесены к IPO.

Практическое отсутствие IPO на российском фондовом рынке во многом связано с неразвитостью рынка в целом. Вместе с тем необходимо учитывать, что IPO – не лидер по объему привлечений в мире. Через корпоративные облигации средств привлекается в 3–4 раза больше. Кроме того, IPO – весьма тонкий инструмент, сильно зависящий от рыночной конъюнктуры. Тем не менее, IPO, в первую очередь на рынках англосаксонских стран (США, Великобритания, Канада и др.), является важнейшим инструментом фондового рынка – через него финансируется до 15–20% всех инвестиций в основной капитал. В странах континентальной Европы с учетом более весомой доли банков в инвестициях данный показатель составляет 5–10%[[40]](#footnote-40).

У некоторых российских компаний имеется положительный опыт IPO в виде первичного размещения АДР на зарубежных биржах. Однако IPO на зарубежных биржах не может рассматриваться в качестве рецепта для большинства российских компаний – это весьма затратная и длительная процедура, которая по силам лишь весьма крупным компаниям, отличающимся прозрачностью, международным уровнем корпоративного управления и перспективами быстрого роста. Для большинства частных российских компаний наиболее удобным местом проведения IPO должен стать национальный фондовый рынок. Этому препятствует ряд проблем:

– сверхвысокая концентрация рыночного оборота. Сегодня 98% всех сделок на организованном рынке акций осуществляется с бумагами 10 эмитентов. На остальные бумаги (а это почти 250 акций), торгуемые на ведущих биржах, приходится менее 2% оборота[[41]](#footnote-41). Отсутствие ликвидности по большинству бумаг и привычка инвесторов оперировать очень узким кругом акций обрекает вновь размещаемые акции на попадание в категорию неликвидных;

– низкая доля акций эмитента, находящихся в свободном обращении (free float). По данным Boston Consulting Group (BCG), данный показатель в среднем по российскому рынку составляет 27%. Для сравнения: в странах с развитыми рынками этот показатель достигает 80–90%. Низкий free float снижает ликвидность торгов акциями и интерес инвесторов к ним;

– к IPO весьма редко прибегают зрелые компании, в основном это новые быстрорастущие структуры различных отраслей, сформировавшиеся из венчурного бизнеса. К сожалению, в России венчурный бизнес находится в зачаточном состоянии, и, как следствие, потенциальных кандидатов на IPO среди быстрорастущих технологических компаний мало;

– проведение IPO на российском рынке пока остается достаточно рискованным для эмитента. Причина заключается в трудности определить адекватную цену размещения из-за отсутствия рыночных котировок компаний-аналогов. Как следствие – значительный риск получить заниженные котировки;

– неразвитость публичных механизмов размещения акций среди частных инвесторов, непосредственно работающих на рынке (имеющих брокерские счета). На российском рынке их пока мало – не более 100 тыс. при 60 млн. в Китае и 80 млн. в США[[42]](#footnote-42).

– необходимость утверждения регулятором отчета об итогах размещения ценных бумаг, что приводит к разрыву между размещением и началом вторичных торгов длительностью не менее месяца.

Оценивая перспективы IPO на российском рынке, необходимо ответить на два вопроса:

1. Какие компании придут на рынок с IPO?

2. Какие технологии размещения наиболее перспективны на российском рынке?

Среди потенциальных эмитентов можно выделить компании трех групп. К первой группе относятся крупные добывающие корпорации, являющиеся основными экспортерами российского сырья. Большинство этих компаний публичные и уже не могут пройти IPO. Проведению IPO частных компаний этой группы препятствуют устоявшийся круг собственников и возможность дешевых заимствований на рынке еврозаймов. Вторая группа – компании, ориентированные на внутреннего потребителя, достаточно динамично развивающиеся и нуждающиеся в крупных инвестициях. Выход на рынок еврооблигаций для них дорог, а внутренний рынок корпоративных облигаций не может полностью удовлетворить потребности в «длинных» деньгах. Представители именно этой группы компаний наиболее вероятные кандидаты на проведение российских IPO. Третья группа включает инновационные компании, большинство из которых ставит своей главной целью движение к IPO. Таких компаний в России пока мало, и лишь в перспективе при поддержке венчурного бизнеса они могут стать основными участниками IPO на фондовом рынке России.

О планах IPO за прошедшие полтора года заявила 41 российская компания различных сфер деятельности (см. приложение 2), из них 6 компаний планируют размещение на российском рынке, 9 – на Западе, остальные пока не определились с площадкой. На 2005 г. запланировали размещение 16 компаний, на 2006 г. – 8 компаний, на 2007 г. – 3 компании, на 2008 г. – 1 компания, остальные не определились со сроком. До 10% акций на бирже планирует разместить 1 компания, до 22% – 4 компании, до 25% – 5 компаний, до 30% – 2 компании, до 40% – 2 компании.

3. Активизация инвестиционного процесса с использованием рынка государственных ценных бумаг.

Государство может содействовать активизации инвестиционного процесса с использованием рынка государственных ценных бумаг, гарантируя или размещая целевые займы, финансирующие реализацию инфраструктурных проектов национального масштаба. Это могут быть проекты строительства газо- и нефтепроводов в Европу, Китай и Японию, дорожное и железнодорожное строительство, телекоммуникационные проекты. Участие государства должно быть связано с теми проектами, которые либо не под силу частному бизнесу, либо не интересны ему из-за слишком длинного периода окупаемости.

4. Повышение надежности фондового рынка страны.

Развитие фондового рынка может иметь и опосредованное отношение к экономическому росту, например, через повышение качества корпоративного управления и прозрачности эмитентов, финансовых инструментов, надежности и эффективности финансовой инфраструктуры. Это позволит привлечь на финансовый рынок дополнительные средства инвесторов и вовлечь их в инвестиционный цикл. Развитие фондового рынка не является единственным фактором высоких темпов экономического роста. Вместе с тем, при целенаправленных усилиях фондовый рынок может в ближайшие годы обеспечить до 20% инвестиций в основной капитал при нынешних 8–9%. Это будет заметным вкладом в ускорение экономического развития России.

**3.2 Рекомендации по развитию российского рынка акций**

Российский рынок акций является молодым и быстрорастущим, который сегодня характеризуется рядом специфических особенностей:

1. Незавершенность формирования законодательной базы фондового рынка, а также отсутствие стабильного и адекватного его уровню развития системы налогообложения участников рынка ценных бумаг.

2. Высокий уровень рисков при инвестициях в акции. Хотя за последние пять лет волатильность индексов ММВБ и РТС снизилась почти в 2 раза, ее уровень остается достаточно высоким по сравнению с зарубежными рынками.

3. Низкая степень эффективность российского рынка акций. Выполненный дисперсионный анализ избыточных доходностей отраслевых портфелей фондовых активов выявил сохраняющуюся ассиметрию в распределении аномальных доходов.

4. Опережающий рост объемов торговли акциями по сравнению с капитализацией рынка. Это свидетельствует о повышении ликвидности рынка акций. Однако по уровню ликвидности российский рынок акций сильно уступает не только большинству развитых рынков, но некоторым развивающимся рынкам (тайваньскому, корейскому, турецкому и таиландскому).

Необходимо выделить особенности, которые оказывают большое влияние на развитие рынка акций:

– большая зависимость рынка акций от иностранных инвесторов;

– бесправие акционеров и других инвесторов;

– отсутствие единого регистратора и депозитария;

– сильное влияние политической нестабильности на состояние рынка акций.

Учитывая данные особенности необходимо выделить наиболее важные направлениями государственной поддержки рынка акций:

1. Использование гибкой налоговой политики.

Для оптимизации налогообложения профессиональной и инвестиционной деятельности на рынке акций необходимо осуществить следующие меры:

– изменить систему налогообложения физических лиц с целью высвобождения средств населения для инвестиций, для чего, в частности: законодательно определить статус специальных инвестиционных счетов, открываемых частными лицами у лицензированных брокеров и банков с целью осуществления инвестиций в акции, которые не облагаются подоходным налогом вплоть до закрытия такого счета; либо предусмотреть отдельный налог на доходы, получаемые частными лицами от операций с акциями и от владения акциям, установив его на уровне не более 10%;

– в целях стимулирования эмиссионной деятельности производственных предприятий отменить налог на операции с акциями и законодательно запретить заменять указанный налог регистрационным, гербовым или иным сбором;

– устранить двойное (в отдельных случаях – тройное) налогообложение доходов инвесторов, пользующихся услугами институциональных инвесторов, ввести дополнительные налоговые льготы для институциональных инвесторов, осуществляющих вложения в акции реального сектора;

– ввести специальные льготы для всех классов инвесторов, прежде всего -
иностранных и розничных внутренних инвесторов, либо в акции отраслей,
связанных с инновациями или имеющих иное приоритетное значение для
общества;

– в целях снижения издержек физических лиц следует ввести для них фиксированный сбор за перерегистрацию прав собственности на акции.

2. Создание единой депозитарной системы, а также расчетно-клиринговой организации. Это необходимо для совершенствования и развития инфраструктуры рынка.

3. Оказание финансовой поддержки выхода предприятий на рынок.

Административная поддержка со стороны органов власти особенно важна на этапе выхода эмитента на фондовый рынок и первом размещении ценных бумаг. Когда эмитент впервые выходит со своими бумагами на рынок издержки, по информации самих эмитентов, нередко достигают 4–6% от объема выпуска, поэтому поддержка со стороны государства в виде субсидий и компенсаций зачастую оказывается крайне необходимой.

Предлагается предусмотреть следующие основные формы государственной поддержки:

– прямая финансовая поддержка работы предприятий на фондовом рынке, включая субсидирование процентной разницы в налоге на эмиссию (0,8% от объема эмиссии);

– предоставление различных льгот, например, льготы по арендной плате компаниям, выходящим на фондовый рынок.

4. Оказание информационно-технологической поддержки развития инфраструктуры рынка. Технологическая поддержка государством развития инфраструктуры фондового рынка должна быть направлена на:

– организацию сети Интернет-центров, используемых при размещении ценных бумаг среди как можно большего числа мелких инвесторов в различных регионах страны;

– разработку специальных программных продуктов, обеспечивающих заключение сделок в сети Интернет и перерегистрацию прав на купленные ценные бумаги;

– создание в сети Интернет единой информационно-аналитической системы, содержащей полную информацию о деятельности зарегистрированных акционерных обществ, включая сведения об их владельцах, информацию о финансово-экономической деятельности и инвестиционных проектах.

Указанные направления информационно технологической государственной поддержки развития фондового рынка можно осуществить в рамках реализации программы «Электронная Россия».

Проблемы стимулирования инвестиционной деятельности наиболее остро стоят в регионах. Трудности связаны с высокой дифференциацией развития региональных финансовых рынков. В Центральном и Северо-Западном федеральных округах сосредоточено 73% участников и около 40% эмитентов, подавляющая часть которых находится в Москве и Санкт-Петербурге.

Региональные рынки ценных бумаг РФ характеризуются, прежде всего, своей относительной обособленностью. Процессы, происходящие на крупных финансовых рынках страны, особенно московских, оказывают влияние на фондовые рынки регионов, но лишь в той мере, в какой местный рынок вовлечен в сферу их деятельности. Сегодня нет налаженного и устойчивого взаимодействия между этими секторами, что ограничивает возможности развития региональных фондовых рынков.

Для решения задачи привлечения инвестиций в регионы необходимо совершенствование финансовой инфраструктуры в федеральных округах:

– разработать программы регионального развития;

– осуществить комплекс мер по развитию организаторов торговли, формирующих региональные рынки ценных бумаг с объединением их в единую общенациональную инфраструктуру. Для этого нужно предусмотреть возможность льгот, решение о которых принимается на уровне субъекта федерации. Следует поставить задачу многократного увеличения количества фондовых центров, ориентированных на обслуживание населения. Среди них можно выделить следующие:

– создание стабильной фондовой площадки по ведению операций с ценными бумагами.

– создание региональной системы расчетов и клиринга по ценным бумагам;

– создание телекоммуникационной сети и внедрение электронного документооборота при совершении и исполнении сделок с ценными бумагами;

– создание страховых и гарантийных фондов в целях защиты прав граждан и коллективных инвесторов;

– развитие паевых инвестиционных фондов и системы хранения и обслуживания активов паевых инвестиционных фондов на базе специализированных депозитариев, специализированных регистраторов;

– развитие системы правового обеспечения деятельности по хранению и обслуживанию ценных бумаг.

Открытости и доступности для населения рынка акций будут способствовать следующие мероприятия:

– проведение работы по разъяснению основных проблем рынка ценных бумаг, изучение нормативной и законодательной базы возможностей, прежде всего инвестиционных, с эмитентами ценных бумаг, а также проведение регулярных семинаров по указанным темам;

– разъяснительная работа с жителями области через средства массовой информации;

– оказание содействия созданию и развитию организаций, предлагающих консалтинговые услуги на рынке ценных бумаг;

– ужесточение контроля за соблюдением эмитентами – профессиональными участниками рынка ценных бумаг требований федеральных законов «Об акционерных обществах», «О рынке ценных бумаг», об опубликовании информации о своей деятельности и эмитируемых акциях.

В третьей главе дипломной работы определены основные проблемы и перспективы развития рынка ценных бумаг. К ним относятся следующие:

1. Дальнейшее развитие рынка корпоративных облигаций, поскольку сегодня рынок корпоративных облигаций находится в начале своего развития, и его возможности реализованы далеко не полностью. Только 2% предприятий используют рынок корпоративного долга для финансирования капитальных инвестиций.

Большинство выпусков облигаций не имеют международных кредитных рейтингов. Рейтинги, присвоенные по внутрироссийским шкалам, нередко вызывают серьезные нарекания и не могут служить адекватным и авторитетным суждением о кредитоспособности эмитента. Это существенно повышает риски инвесторов. Положительное влияние на этот сегмент рынка могло бы оказать дальнейшее совершенствование нормативной базы, упрощение и ускорение процедуры эмиссии корпоративных облигаций.

Решение этих и других проблем позволит привлечь на рынок корпоративных облигаций большое число заемщиков и значительные средства инвесторов.

2. Совершенствование механизма первичного размещения акций. Этот инвестиционный инструмент фондового рынка пока малоразвит. Это связано со сверхвысокой концентрацией рыночного оборота (сегодня 98% всех сделок на организованном рынке акций осуществляется с бумагами 10 эмитентов) и неразвитостью публичных механизмов размещения акций среди частных инвесторов, непосредственно работающих на рынке (на российском рынке их пока мало – не более 100 тыс. при 60 млн. в Китае и 80 млн. в США).

Для большинства частных российских компаний наиболее удобным местом проведения IPO должен стать национальный фондовый рынок.

3. Активизация инвестиционного процесса с использованием рынка государственных ценных бумаг. Государство может содействовать активизации инвестиционного процесса с использованием рынка государственных ценных бумаг, гарантируя или размещая целевые займы, финансирующие реализацию инфраструктурных проектов национального масштаба.

4. Повышение надежности фондового рынка страны через повышение качества корпоративного управления и прозрачности эмитентов, финансовых инструментов, надежности и эффективности финансовой инфраструктуры. Это позволит привлечь на финансовый рынок дополнительные средства инвесторов и вовлечь их в инвестиционный цикл.

Особое внимание в работе уделяется факторам, оказывающим позитивное влияние на развитие российского рынка акций как одного из основныхсегментов фондового рынка страны.Рынок акций требует поддержки со стороны государства, которая должна выражаться в реализации следующих мероприятий:

1. Использование гибкой налоговой политики.

2. Создание единой депозитарной системы, расчетно-клиринговой организации и телекоммуникационной сети, а также внедрение электронного документооборота при совершении и исполнении сделок с ценными бумагами.

5. Создание страховых и гарантийных фондов в целях защиты прав граждан и коллективных инвесторов.

6. Развитие паевых инвестиционных фондов и системы хранения и обслуживания активов паевых инвестиционных фондов на базе специализированных депозитариев, специализированных регистраторов.

7. Развитие системы правового обеспечения деятельности по хранению и обслуживанию ценных бумаг.

8. Проведение работы по разъяснению основных проблем рынка ценных бумаг, оказание содействия созданию и развитию организаций, предлагающих консалтинговые услуги на рынке ценных бумаг.

**Заключение**

Поставленная во введении дипломной работы цель достигнута, а именно намечены перспективы развития рынка ценных бумаг России на основе анализа современного состояния основных сегментов фондового рынка и выявления основных проблем рынка. Для достижения поставленной цели в работе решены ряд задач. Их комплексное решение представлено в виде законченного дипломного исследования, состоящего из трех глав и содержащего выводы после каждой главы. Первая глава является теоретической и представляет собой обобщение и систематизацию теоретического материала по теме исследования. Вторая глава является аналитической. В ней проведен анализ и дана оценка современного состояния отдельных сегментов рынка ценных бумаг России, а именно рынка акций, государственных и корпоративных облигаций, еврооблигаций, векселей и деривативов.

Проведенное исследование позволяет сделать вывод, что на фоне положительных сдвигов в развитии фондового рынка постепенно накопились проблемы, которые по признанию многих экспертов могут оказаться тормозом для дальнейшего наращивания инвестиций отечественного финансового сектора в экономику и несут в себе угрозу утраты Россией национального рынка капиталов.

Внешне эти проблемы проявляются в том, что крупнейшие российские компании, как и государство в целом, не рассматривают национальный фондовый рынок как механизм привлечения инвестиционных ресурсов, а многие средние компании вообще не имеют к нему доступа. Основным источником инвестиций российских компаний остаются либо собственные средства, либо займы и первичные размещения акций (IPO) на зарубежных финансовых рынках. Соответственно, отечественный фондовый рынок испытывает недостаток ликвидности по качественным активам и узок из-за ограниченности спроса со стороны консервативных долгосрочных инвесторов, что делает его весьма неустойчивым. При этом значительные объемы сделок с российскими активами осуществляются на зарубежных торговых площадках, куда уходит основная доля ценных бумаг, находящихся в свободном обращении.

Такая ситуация требует принятия комплекса мер, которые будут способствовать повышению и усилению эффективности, безопасности, доступности и открытости информации на рынке ценных бумаг, развитию основных сегментов этого рынка, поэтому третья глава дипломной работы посвящена разработке рекомендаций, способствующих решению основных проблем рынка ценных бумаг России.

В настоящее время значение рынка ценных бумаг возрастает. Обращающиеся финансовые ценности представляют собой совокупность прав и не существуют в отрыве от обеспечиваемой государством правовой базы. Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России развивается в сторону большей детализации и жесткого контроля.

Развитие рынка ценных бумаг в России предусматривает учет ее национальных интересов. Это означает восстановление расширенного воспроизводства и повышение его эффективности путем мобилизации инвестиционных ресурсов, усиление социальной ориентации экономики, повышение капитализации российских компаний, обеспечение информационной безопасности страны.

Интересы государства и участников рынка ценных бумаг во многом совпадают, что позволяет внедрять саморегулирование рынка его профессиональными участниками. Достижение оптимального сочетания государственного регулирования и саморегулирования напрямую связано с повышением ликвидности ценных бумаг.

Дальнейшее развитие российского рынка ценных бумаг зависит от повышения уровня его информационной открытости. Для этого в стране должна быть создана система показателей для анализа конъюнктуры рынка ценных бумаг, введено обязательное опубликование любых фактов деятельности эмитента, могущих повлиять на курс их ценных бумаг.

**Список использованных источников и литературы**

1. «О рынке ценных бумаг»: федеральный закон [от 22.04.1996 №39-ФЗ] (ред. от 29.06.2004) // Информационный банк «КонсультантПлюс: ВысшаяШкола»
2. Бюллетень банковской статистики Главного управления Банка России за 2004–2005 гг.
3. http: // www.rzb.ru
4. Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. – М.: Финансы и статистика, 1999. – 349 с.
5. Анесянц С.А. Основы функционирования рынка ценных бумаг: Учеб. пособие. – М.: Финансы и статистика, 2004. – 543 с.
6. Бездетнов П. Анализ рынка облигаций: итоги 2004 года // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №10. – С. 15 -18.
7. Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 451 с.
8. Бердникова Т.Б. Цели и стратегии развития российского рынка ценных бумаг // Финансы и кредит. – 2004. – №18. – С. 18–23.
9. Биржевое дело: Учебник / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 570 с.
10. Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 345 с.
11. Гаврилов А. Особенности национальных рисков // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №1. – С. 57 -59.

Евлашев Н.Реализация программы реформирования региональных финансов Астраханской области // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №21. – С. 66–68.

1. Ермак А. Вексельный рынок: итоги 2004 года // Рынок ценных бумаг. -2005. – №5. – С. 26–29.
2. Ермак А. Вексельный рынок: текущее состояние и перспективы // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №23. – С. 30–36.
3. Жуков Е.Ф. Основные тенденции развития финансового рынка в России // Финансовый бизнес. – 2005. – №5. – С. 6–8.
4. Зенькович Е. Вопросы регулирования рынка ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №13. – С. 23–27.
5. Ивасенко А.Г. Рынок ценных бумаг: инструменты и механизмы функционирования: учебное пособие. – М.: КНОРУС, 2005. – 345 с.
6. Килячков А.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. – М.: Юристъ, 2001. – 470 с.
7. Лимитовский М., Нуреев С. Эффективен ли российский рынок акций // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №8. – С. 44–45.
8. Лиджиев К. Лялин С. Рынок облигаций: итоги и перспективы // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №12. – С. 17–20.
9. Масленников В.В. Биржевое дело. – М.: ИНФРА-М, 2002. – 560 с.
10. Маренков Н.Л., Косаренко Н.Н. Рынок ценных бумаг в России: Учеб. пособие для вузов. – М.: Флинта: Наука, 2004. – 450 с.
11. Меркульев П.Г. Развитие российского рынка деривативов // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №14. – С. 23 – 27.
12. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М.: «Перспектива», 1995. -270 с.
13. Пашкова Н.А. Анализ ликвидности высокодоходных облигаций на биржевом рынке // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №13. – С. 19–24.
14. Петров В. Методы анализа акций // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №2. С. 57–59.
15. Пензин К. Финансовые показатели биржевого бизнеса // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №4. – С. 29–34.
16. Потемкин А.Г. Рынок облигаций в России: выбор оптимальной модели развития. – 2005. – №8. – С. 12–16.
17. Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 643 с.
18. Фондовый рынок: Учеб. пособие для вузов / Под ред. Н.И. Берзона. – М.: Вита-Пресс, 1998. – 380 с.
19. Ценные бумаги: Учебник / Под ред. В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2001. – 450 с.
20. Юсипов Р. Перегрев российского рынка акций // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №12. – С. 9–12.
21. Януков М.Г. Проблемы регулирования регионального рынка ценных бумаг в России // Финансы и кредит. – 2005. – №10. – С. 41–44.

Малый экономический словарь /Под ред. А.Н. Азрилияна. М.: Институт новой экономики, 2000. – 1088 с.

1. Бердникова Т.Б*.* Рынок ценных бумаг. – М.: ИНФРА-М, 2000, С.23. [↑](#footnote-ref-1)
2. Килячков А.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. – М.: Юристъ, 2001, С. 34. [↑](#footnote-ref-2)
3. Килячков А.А., Указ.соч. С.56. [↑](#footnote-ref-3)
4. Ценные бумаги: Учебник / Под ред.В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2001, С.125. [↑](#footnote-ref-4)
5. Биржевое дело: Учебник / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. – М.: Финансы и статистика, 2000, С.121. [↑](#footnote-ref-5)
6. Биржевое дело: Учебник / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. Указ.соч. С.124. [↑](#footnote-ref-6)
7. Малый экономический словарь /Под ред. А.Н. Азрилияна. М.: Институт новой экономики, 2000. С.36. [↑](#footnote-ref-7)
8. Биржевое дело: Учебник / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. Указ.соч. С.157. [↑](#footnote-ref-8)
9. Масленников В.В. Биржевое дело. М.: ИНФРА-М, 2002, С.134. [↑](#footnote-ref-9)
10. Ценные бумаги: Учебник / Под ред.В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. Указ.соч. С.409. [↑](#footnote-ref-10)
11. Зенькович Е. Вопросы регулирования рынка ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. - 2004. - №13.- С.23. [↑](#footnote-ref-11)
12. Ценные бумаги: Учебник / Под ред.В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. Указ. соч. С.410. [↑](#footnote-ref-12)
13. Ценные бумаги: Учебник / Под ред.В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. Указ.соч. С.405. [↑](#footnote-ref-13)
14. Жуков Е.Ф. Основные тенденции развития финансового рынка в России // Финансовый бизнес. - 2005. - №5. - С.6. [↑](#footnote-ref-14)
15. Юсипов Р. Перегрев российского рынка акций // Рынок ценных бумаг. - 2005. - №12. - С.9 [↑](#footnote-ref-15)
16. Юсипов Р. Указ.соч. С.10. [↑](#footnote-ref-16)
17. Гаврилов А. Особенности национальных рисков // Рынок ценных бумаг. - 2005. - №1. - С.57. [↑](#footnote-ref-17)
18. Лимитовский М., Нуреев С. Эффективен ли российский рынок акций // Рынок ценных бумаг. - 2005. - №8 - С.44. [↑](#footnote-ref-18)
19. Бюллетень банковской статистики Главного управления Банка России за 2004-2005 г.г. [↑](#footnote-ref-19)
20. Бездетнов П. Анализ рынка облигаций: итоги 2004 года // Рынок ценных бумаг. - 2005. - №10. - С.15. [↑](#footnote-ref-20)
21. Потемкин А.Г. Рынок облигаций в России: выбор оптимальной модели развития. - 2005. - №8. - С.12. [↑](#footnote-ref-21)
22. Потемкин А.Г. Указ.соч. С.13. [↑](#footnote-ref-22)
23. Пашкова Н.А. Анализ ликвидности высокодоходных облигаций на биржевом рынке // Рынок ценных бумаг. -2005. - № 13. - С.19. [↑](#footnote-ref-23)
24. Пашкова Н.А. Указ.соч. С.21. [↑](#footnote-ref-24)
25. Бюллетень банковской статистки Главного управления Банка России за 2005 год. [↑](#footnote-ref-25)
26. Бюллетень банковской статистки Главного управления Банка России за 2005 год. [↑](#footnote-ref-26)
27. Бюллетень банковской статистки Главного управления Банка России за 2005 год. [↑](#footnote-ref-27)
28. Лиджиев К,. Лялин С. Рынок облигаций: итоги и перспективы // Рынок ценных бумаг. – 2005. - №12. - С.17. [↑](#footnote-ref-28)
29. Лиджиев К., Лялин С. Указ. соч. С.19. [↑](#footnote-ref-29)
30. Меркульев П.Г. Развитие российского рынка деривативов // Рынок ценных бумаг .- 2005. - № 14. - С.23. [↑](#footnote-ref-30)
31. Ермак А. Вексельный рынок: итоги 2004 года // Рынок ценных бумаг. - 2005. - №5. - С26. [↑](#footnote-ref-31)
32. Ермак А. Вексельный рынок: текущее состояние и перспективы // Рынок ценных бумаг. - 2005. - №23. - С.30. [↑](#footnote-ref-32)
33. Пензин К. Финансовые показатели биржевого бизнеса // Рынок ценных бумаг. - 2005. - №4. - С.29. [↑](#footnote-ref-33)
34. Пензин К. Указ соч. С.30. [↑](#footnote-ref-34)
35. Пензин К. Указ. соч. С.32. [↑](#footnote-ref-35)
36. Януков М.Г. Проблемы регулирования регионального рынка ценных бумаг в России// Финансы и кредит. - 2005. - №10. - С.41. [↑](#footnote-ref-36)
37. Евлашев Н.Реализация программы реформирования региональных финансов Астраханской области // Рынок ценных бумаг. - 2004. - №21. - С.66. [↑](#footnote-ref-37)
38. Жуков Е.Ф.Указ.соч. С.9. [↑](#footnote-ref-38)
39. Лимитовский М., Нуреев С. Эффективен ли российский рынок акций // Рынок ценных бумаг. - 2005. - №8. -С.44. [↑](#footnote-ref-39)
40. Лимитовский М., Нуреев С.Указ.соч. С.46. [↑](#footnote-ref-40)
41. Петров В. Методы анализа акций // Рынок ценных бумаг. – 2005. - №2. - С.58. [↑](#footnote-ref-41)
42. Петров В. Указ.соч. С.59 [↑](#footnote-ref-42)